Les
PUBLICATIONS
DU QUÉBEC

Commission des valeurs mobilières du Québec

Rapport annuel 1989-1990

Québec

91-07027/

Cette publication a été rédigée par la
Commission des valeurs mobilières du Québec.

Cette édition a été produite par
Les Publications du Québec
1279, boulevard Charest Ouest
Québec (Québec)
G1N 4K7

Dépôt légal — 2e trimestre 1991
Bibliothèque nationale du Québec
ISBN : 2-551-14511-2
ISSN : 0823-2032

© Gouvernement du Québec

Monsieur Jean-Pierre Saintonge
Président de l'Assemblée nationale
Hôtel du Gouvernement
Québec

Monsieur le Président,

J'ai l'honneur de vous transmettre le rapport d'activités de la Commission des valeurs mobilières du Québec pour l'exercice qui a pris fin le 31 mars 1990.

Ce rapport rend compte de l'ensemble des activités de la Commission et contient de nombreux renseignements d'intérêt public.

Je vous prie d'agréer, Monsieur le Président, l'expression de mes sentiments les meilleurs.

La ministre déléguée aux Finances,

Louise Robic

Québec, mars 1991

Madame Louise Robic
Ministre déléguée aux Finances
Hôtel du Gouvernement
Québec

Madame la Ministre,

J'ai l'honneur de vous transmettre le rapport d'activités de la Commission des valeurs mobilières du Québec pour l'exercice qui a pris fin le 31 mars 1990.

Ce rapport rend compte de l'ensemble des activités de la Commission et contient de nombreux renseignements d'intérêt public.

Je vous prie d'agréer, Madame la Ministre, l'expression de mes sentiments les plus respectueux.

Le président,

Paul Fortugno

Montréal, mars 1991

Table des matières

Introduction 9

Organigramme de la Commission 44-45

Partie I
Les sociétés et les porteurs de titres 11

A. Les placements 11
1. Vue d'ensemble 11
   a) Placements par prospectus 11
      - Les actions ordinaires 11
      - Les actions subalternes 11
      - Les actions privilégiées 11
      - Les parts 11
      - Les titres d'emprunt 13
      - Le Régime d'épargne-actions du Québec 13
      - Le Régime d'épargne parts permanentes des caisses 13
      - Placements permanents 13

   b) Placements faits sous le régime d'une dispense de prospectus 13
2. Questions particulières 14
   - Organismes de placement collectif en immobilier (Instruction générale n° Q — 25) 14
   - Financements cinématographiques Instruction générale n° C — 33) 14
   - La publicité sur les valeurs mobilières 14

B. Les offres publiques 14

C. L'information sur les valeurs en circulation 15
1. Vue d'ensemble 15
2. Questions particulières 15
   - Examen de l'information financière annuelle 15
   - Contenu de la notice annuelle et du rapport annuel (Instruction générale n° Q — 24) 16

Partie II
Le marché des valeurs mobilières 17

A. Le fonctionnement du marché boursier et les organismes d'autoréglementation 17
1. Vue d'ensemble 17
2. Questions particulières 17
   - La Bourse de Montréal 17
   - Les chambres de compensation 18

B. Les intermédiaires 18
1. Vue d'ensemble 18
2. Questions particulières 18
   - Le groupe de travail sur les principes directeurs d'un code de déontologie 18
   - La mise en oeuvre des recommandations du Groupe des Trente 18
   - Les nouveaux venus 18
   - Les ententes de réseau 18
   - La surveillance de l'activité des professionnels 18

Partie III
Les communications 21

Annexe I
Titulaires des fonctions de direction au 31 mars 1990 23

Annexe II
Avis 25

1. Les sociétés et les porteurs de titres 25
— Valeurs refuges dans le domaine agricole — Interprétation de l'Instruction générale n° Q — 15 : Avis du 18 août 1989 25

2. Le marché des valeurs mobilières 25
— Emploi de personnes non inscrites pour faire du démarchage auprès de clients éventuels (télémarketing) : Avis du 9 février 1990 25

3. Coopération avec les autres autorités de surveillance 26
— Entente entre la Commission des valeurs mobilières du Québec et la Société générale des industries culturelles au Québec concernant l'échange d'information en matière de financement de productions cinématographiques : Avis du 21 avril 1989 26

Annexe III
Décisions importantes 29

1. Les sociétés et les porteurs de titres 29
— L'appel public à l'épargne 29
• Affaire Société en commandite le Riverain (Décision n° 89-C-0223) 29
• Affaire Bonanza Métals Inc. (Décision n° 89-C-0226) 31
• Affaire Fonds Canadien du Futur (Décision n° 89-C-0248) 34
• Affaire Groupaction Investissements Immobiliers G.I.I. Inc. et Groupaction Gestion Immobilière G.G.I. Inc. — Projet Condominiums L'Escale (Décision n° 89-C-0411) 35
• Affaire Le Groupe Coscient Inc. (Décision n° 89-C-0404) 40
• Affaire Séquoia, Fiscalité et Courtage Immobilier Inc., Séquoia, Fiscalité et Consultation Immobilière Inc. et M. Jean Paré (Décision n° 89-C-0412) 48
• Affaire Société en commandite Cedarcroft-Oshawa (Décision n° 90-C-0002) 56
— Les offres publiques 59
• Affaire Cineplex Odéon Corporation (Décision n° 89-C-0149) 59
• Affaire Hees International Bancorp Inc. et Great Lakes Group Inc. (Décision n° 89-C-0222) 63

2. Le marché des valeurs mobilières 66
— L'inscription 66
• Cours sur les organismes de placement collectif de l'Institut des compagnies de fiducie (Décision n° 89-C-0128) 66
— Les mesures disciplinaires 66
• Affaire Multi-Groupe Immobilier B.L. Inc. et M. Michel Bettez (Décision n° 89-C-0120) 66
• Affaire Les Investissements Sonam Inc. (Décision n° 89-C-0331) 68
• Affaire Wilfred A. Léger (Décision n° 90-C-001) 70
• Affaire Gilles Richard Harrisson (Décision n° 90-C-0068) 73
• Affaire Lévesque Beaubien Geoffrion Inc. (Décision n° 90-C-0076) 76

Annexe IV
Statistiques sur l'activité des services de la Commission 83

Introduction

La structure

La Commission des valeurs mobilières du Québec a été créée en 1955 par l'Assemblée nationale; elle a été continuée par la nouvelle Loi sur les valeurs mobilières.

La Commission a pour mission de favoriser le bon fonctionnement du marché des valeurs tout en assurant la protection des épargnants. Elle régit l'information que doivent donner à leurs porteurs de titres et au public les sociétés qui font publiquement appel à l'épargne. Elle doit aussi encadrer l'activité des professionnels du marché des valeurs, des associations qui les regroupent et des organismes chargés d'assurer le fonctionnement d'un marché de valeurs mobilières. Cet organisme relève de la ministre déléguée aux Finances.

La Commission

La Commission est composée de sept membres, dont le président, Me Paul Fortugno, c.r., et le vice-président, M. Maurice Cusson, c.a., qui exercent leurs fonctions à temps plein. Les autres membres de la Commission sont, au 31 mars 1990, M. Roland Côté, f.c.a., membre à plein temps, M. Gérard M. Beaulieu, M. Michel Le Rouzès, c.a. et M. Marcellin Tremblay, membres à temps partiel.* Les membres qui exercent leurs fonctions à temps partiel proviennent des milieux des affaires et de la finance.

Les membres de la Commission se réunissent régulièrement pour rendre des décisions sur toute affaire instruite devant elle et pour établir la politique de la Commission. Ils peuvent aussi réviser une décision prise par un membre de son personnel ou par un organisme d'autoréglementation.

L'organisation administrative

Trois directions sont chargées de l'application de la Loi.

La Direction de l'information est responsable de l'appel public à l'épargne, des offres publiques, ainsi que de l'information sur les émetteurs assujettis et sur leurs valeurs.

La Direction de l'encadrement du marché assure, quant à elle, l'inscription des courtiers, des conseillers en valeurs, ainsi que de leurs représentants. Elle s'occupe aussi des relations avec les organismes d'autoréglementation, de la surveillance du marché hors cote et du contrôle de l'activité des personnes inscrites.

Enfin, la Direction des affaires juridiques assume le rôle de conseil juridique auprès du personnel de la Commission, dirige les enquêtes et les poursuites intentées par la Commission.

La secrétaire de la Commission est chargée notamment des relations entre la Commission et les divers publics. Ainsi, le Service des communications relève d'elle.

Le Service de conseil juridique joue le rôle de conseil juridique directement auprès des membres de la Commission.

Les activités de soutien sont regroupées dans la Direction de l'administration. Cette direction regroupe cinq services : personnel, gestion interne, budget et organisation, informatique et études.

---

* Me Guy Lemoine a été nommé vice-président en avril 1990.

Partie I
Les sociétés et les porteurs de titres

A. Les placements

1. Vue d'ensemble

a) Placements par prospectus

En 1989, la Commission a visé des prospectus pour 228 placements ordinaires, par rapport à 213 en 1988. En valeur, l'augmentation est significative puisque l'ensemble de ces placements représente plus de 15 $ milliards, comparativement à moins de 9 $ milliards en 1988, soit une hausse de 76 %. Les épargnants du Québec ont souscrit 15 % de la valeur totale des placements, soit une somme de 2,313 $ milliards. En 1988, ils avaient souscrit 19 % de la valeur totale pour un montant de 1,661 $ milliard de dollars.

- ***Les actions ordinaires***

Le nombre de placements d'actions ordinaires est passé de 26 à 30 en 1989. Bien que l'augmentation soit beaucoup plus importante en valeur, on est encore loin de l'importance qu'avaient les actions ordinaires par rapport à l'ensemble des placements en 1987 et dans les années antérieures. Si l'on tient compte des émissions d'unités composées principalement d'actions ordinaires, les placements d'actions ordinaires représentent près de 17,5 % de l'ensemble des placements, par rapport à 13,5 % en 1988. Ce pourcentage était cependant de 42,6 % en 1987. Les épargnants du Québec ont quant à eux investi près de 470 $ millions en 1989, par rapport à seulement 148 $ millions en 1988, soit une augmentation de plus de 300 %.

- ***Les actions subalternes***

Quatre placements ont été faits au cours de l'année, par rapport à un en 1988 et à 17 en 1987. Si on prend en compte les émissions d'unités composées principalement d'actions subalternes, la valeur des placements d'actions subalternes passe de 100 $ millions en 1988 à 270 $ millions en 1989, tandis que leur part dans l'ensemble des placements atteint 1,8 % en 1989, comparativement à 1,2 % en 1988.

- ***Les actions privilégiées***

Le nombre et la valeur des placements d'actions privilégiées ont augmenté de façon significative au cours du dernier exercice. Il y a eu 18 placements en 1989, par rapport à sept en 1988. La valeur totale des placements est passée de 548 $ millions en 1988 à plus de 2 $ milliards en 1989. Un pourcentage de près de 16 % a été placé au Québec en 1989, comparativement à 13 % en 1988. La part des placements d'actions privilégiées dans l'ensemble des placements représente en 1989 15,5 %, soit plus du double de 1988.

- ***Les parts***

Le nombre de placements de parts a diminué d'environ 14 % en 1989 par rapport à 1988, passant de 95 à 82. Bien qu'ils représentent près de 36 % du nombre total de prospectus visés, la valeur totale des placements de parts n'est que de 785 $ millions en 1989, soit 5,2 %, alors qu'elle était de 1,720 $ milliard en 1988, pour un pourcentage de 19,8 %. En 1989, les épargnants québécois ont souscrit plus de 58 % en valeur des placements de parts, comparativement à 42 % en 1988.

Tableau I

Placements par prospectus

Type de valeur	Période	Nombre de placements	Valeurs totale (000 $)	Valeur placée au Québec (000 $)	% de la valeur total	% de la valeur placée au Québec (estimé)
Placements ordinaires						
Actions ordinaires	1989	30	2 128 786	292 471	14,0	13,7
	1988	26	1 024 674	136 282	11,8	13,3
Actions subalternes	1989	4	210 045	18 064	1,4	8,6
	1988	1	100 100	8 909	1,2	8,9
Actions « accréditives »[1]	1989	1	600	324	0,0	54,0
	1988	0	0	0	0,0	0,0
Actions privilégiées	1989	18	2 359 150	387 828	15,5	16,4
	1988	7	548 475	70 753	6,3	12,9
Parts[2]	1989	82	785 813	459 205	5,2	58,4
	1988	95	1 720 293	717 362	19,8	41,7
Emprunts	1989	50	5 596 626	769 969	36,7	13,8
	1988	49	3 918 901	583 916	45,2	14,9
Unités[3] composées principalement de :						
• actions ordinaires	1989	9	526 312	177 370	3,5	33,7
	1988	4	146 600	11 728	1,7	8,0
• actions subalternes	1989	2	60 025	2 041	0,4	3,4
	1988	0	0	0	0,0	0,0
• actions « accréditives »[1]	1989	4	5 938	4 363	0,0	73,5
	1988	3	14 651	3 282	0,2	22,4
• actions privilégiées	1989	0	0	0	0,0	0,0
	1988	0	0	0	0,0	0,0
• parts	1989	1	583	583	0,0	100,0
	1988	1	50 000	1 800	0,6	3,6
• emprunts	1989	2	160 000	1 240	1,0	0,8
	1988	1	105 000	18 165	1,2	17,3
• divers	1989	2	37 077	2 410	0,2	6,5
	1988	7	166 470	10 821	1,9	6,5
Autres valeurs[4]	1989	23	3 371 803	196 881	22,1	5,8
	1988	19	878 766	97 543	10,1	11,1
Total :	**1989**	**228**	**15 242 758**	**2 312 749**	**100,0**	**15,2**
	1988	**213**	**8 673 930**	**1 660 561**	**100,0**	**19,1**
Placements des caisses populaires et d'économie Desjardins du Québec[5]						
Parts permanentes						
Total :	**1989**	**1224**	**150 000**	**(non connu)**	**100,0**	**(non connu)**
Placements permanents						
Parts/actions[6]	1988	398	12 640 558	1 183 764	95,7	9,0
	1987	314	16 696 267	1 354 777	97,6	8,1
Autres[7]	1988	9	562 963	283 882	4,3	50,4
	1987	42	406 008	211 122	2,4	52,0
Total :	**1988**	**407**	**13 203 521**	**1 467 646**	**100,0**	**11,1**
	1987	**356**	**17 102 275**	**1 565 899**	**100,0**	**9,2**

1. Les actions « accréditives » sont des actions ordinaires émises en contrepartie de sommes dépensées à titres de frais d'exploration au Canada.
2. Cette catégorie comprend essentiellement des parts des sociétés en commandite et des parts de productions cinématographiques.
3. Les unités sont généralement composées principalement d'une valeur correspondant à l'un des six types de valeurs décrites plus haut. Les unités composées d'une valeur d'un type différent des précédents ou d'une combinaison de plusieurs types de valeurs sont classées sous la rubrique « Divers ».
4. Les placements classés sous cette rubrique consistent en des droits de souscription, des bons de souscription ou en d'autres valeurs comportant des caractéristiques variées.
5. Quelques placements furent réalisés au tout début de l'année 1990.
6. Cette catégorie comprend les organismes de placement collectif : fonds commun de placement et société d'investissement à capital variable.
7. Les placements classés sous cette rubrique comprennent notamment des emprunts de société de crédits, des plans de bourses universitaires et des actions du Fonds de solidarité des travailleur du Québec.

• *Les titres d'emprunt*

La valeur des placements de titres d'emprunt a augmenté de près de 43 %, passant de 3,919 % milliards en 1988 à 5,597 $ milliards en 1989. Le nombre de placements est toutefois identique. Si l'on tient compte des unités, ces placements ne représentent que 37,6 % de la valeur totale des placements, alors qu'en 1988, ils comptaient pour 46,4 %.

• *Le Régime d'épargne-actions du Québec*

Malgré une reprise sensible des placements d'actions ordinaires au cours du deuxième semestre de 1989, les placements dans le cadre du Régime d'épargne-actions du Québec poursuivent la tendance à la baisse amorcée en 1987. Ainsi, seulement 198 $ millions furent placés en 1989, comparativement à 315 $ millions en 1988 et 553 $ millions en 1987.

La valeur des placements par prospectus s'élève à 48 $ millions, comparativement à 120 $ millions en 1988, soit une diminution de 60 % pour un nombre de placements légèrement inférieur.

Dans le cas des placements sans prospectus, par l'intermédiaire des plans de réinvestissement de dividendes et de souscription d'actions auprès des porteurs, on note une diminution de près de 25 % de la valeur placée au Québec par les huit sociétés les plus importantes offrant ce type de plan. En effet, elles ont placé 151 $ millions, par rapport à 195 $ millions en 1988.

Tout comme l'année dernière, les sociétés importantes rendent compte d'environ 75 % des fonds collectés par l'entremise du Régime.

En 1989, aucune société ne s'est prévalue de la nouvelle disposition qui rend admissibles au Régime les actions acquises par conversion de débentures.

• *Le Régime d'épargne parts permanentes des caisses*

La Commission a visé au cours de l'année 1 224 prospectus portant sur des parts permanentes de caisses populaires et d'économie Desjardins du Québec pour une valeur de 150 $ millions, dont la moitié ouvre droit à une déduction fiscale pour l'année 1989, l'autre moitié étant admissible à une déduction en 1990.

La valeur des placements s'échelonne entre 10 000 $ et 843 000 $ pour une moyenne de 80 000 $.

Les parts acquises au coût unitaire de 10 $ doivent être conservées deux années civiles complètes et peuvent être transferées dans un régime enregistré d'épargne-retraite. Le rendement varie en fonction des résultats financiers de chacune des caisses, le taux étant déteminé chaque année par l'assemblée générale des membres.

Ces placements de parts permanentes s'inscrivent dans la réforme de la Loi régissant les caisses d'épargne et de crédit afin de répondre à leur besoin de croissance économique. Ainsi, le régime temporaire, d'une durée de 3 ans, offre une nouvelle source de capitalisation en permettant aux caisses d'émettre des parts permanentes pour un montant total de 250 $ millions.

• *Placements permanents*

Malgré une augmentation sensible du nombre de placements permanents, nous constatons en 1988 une baisse de près de 23 % de la valeur totale. Les placements permanents faits en 1988 représentent une somme totale de 13,203 $ milliards, comparativement à 17,102 $ milliards en 1987. Les épargnants du Québec comptent pour 11,1 % en 1988, alors qu'ils représentaient 9,2 % en 1987.

b) Placements faits sous le régime d'une dispense de prospectus

Au cours de l'année, 1 289* placements ont été faits sous le régime d'une dispense de prospectus, ce qui représente quelque 11 $ milliards; en 1988, le nombre de placements faits sous le régime d'une dispense de prospectus était de 1744, pour une somme d'environ 10 $ milliards. Le nombre de placements est en régression d'environ 25 %.

• *Placements réalisés à l'extérieur du Québec*

La valeur des placements réalisés à l'extérieur du Québec se situe à plus de 6,8 $ milliards en 1989, par rapport à 7,3 $ milliards en 1988.

• *Placements auprès d'acquéreurs avertis et par bloc de 150 000 $*

Le nombre de placements pour ce type de dispense est passé de 1083 en 1988 à 798 en 1989, soit une baisse de plus de 26 %. La valeur des placements a quant à elle augmenté de plus de 59 %, passant de 2,3 $ milliards en 1988 à 3,7 $ milliards en 1989.

• *Placements auprès d'un nombre limité d'acquéreurs*

En 1989, la valeur des placements auprès d'un nombre limité d'acquéreurs a baissé à 109,5 $ millions, par rapport à 135 $ millions en 1988. Le nombre de placements a diminué également, passant de 212 en 1988 à 154 en 1989.

* Ce chiffre ne comprend pas les placements faits sans prospectus du fait d'une dispense générale d'application de la Loi prévue à l'article 3 de la Loi.

Tableau II

Placements au Québec d'actions admissibles au Régime d'épargne-actions

Type de sociétés	Période	Placements avec prospectus		Plan de réinvestissement de dividendes et de souscription d'actions		Ensemble des placements	
		Nombre de placements	Valeur (000 $)	Nombre de placements	Valeur[1] (000 $)	Nombre de placements	Valeur (000 $)
Actif supérieur à 250 000 000 $	1989	1	24 310	7	115 355	8	139 665
	1988	3	91 830	7	152 956	10	244 786
Actif compris entre 50 000 000 $	1989	—	—	1	35 255	1	35 255
et 250 000 000 $	1988	—	—	1	41 670	1	41 670
Actif compris entre 2 000 000 $	1989	4	23 180			4	23 180
et 50 000 000	1988	3	28 156	—	—	3	28 156
Autres sociétés	1989					—	—
	1988	—	—	—	—	—	—
Total	**1989**	**5**	**47 490**	**8**	**150 610**	**13**	**198 100**
	1988	**6**	**119 986**	**8**	**194 626**	**14**	**314 612**

1. Valeur estimative

• *Placements auprès de dirigeants, de salariés et de porteurs de titres*

Ces placements ont été au nombre de 254, soit une baisse de 28,8 % par rapport aux 357 placements de 1988.

2. Questions particulières

• *Organismes de placement collectif en immobilier (Instruction générale n° Q - 25)*

En janvier 1990, un projet d'instruction générale concernant les organismes de placement collectif en immobilier a été publié au Bulletin. Ce projet vise à introduire des règles concernant les organismes de placement collectif qui investissent dans l'immobilier, notamment sur les matières suivantes : capital minimal pour la constitution de l'organisme, normes de placement et de liquidités, conflits d'intérêts et évaluation des immeubles. Le texte définitif devrait être établi pour l'automne 1990.

• *Financements cinématographiques (Instruction générale n° C - 33)*

Au cours de l'exercice, un projet de refonte de l'Instruction générale n° C - 33 concernant les financements cinématographiques a été élaboré. Ce projet de refonte, publié en avril 1990, vise à introduire des normes concernant l'information à donner sur les conflits d'intérêts, l'expérience du producteur, le taux de rendement et les droits des porteurs de titres. Le texte définitif de l'instruction générale refondue devrait être établi pour la fin de l'année 1990.

• *La publicité sur les valeurs mobilières*

En novembre 1989, un projet d'instruction générale canadienne concernant la publicité sur les valeurs mobilières a été publié. À la suite de la consultation qui a fait apparaître un certain degré d'opposition, les travaux se sont poursuivis au sein du comité formé par les autorités canadiennes en valeurs mobilières pour l'élaboration de cette instruction générale.

B. Les offres publiques

En 1989, 64 offres publiques ont été réalisées sur les titres de sociétés constituées au Canada et comptant au moins un porteur résidant au Québec. Cela constitue une baisse de 34 % par rapport à 1988, où l'on avait compté 98 offres publiques. Ces offres publiques ne comprennent pas les acquisitions conclues par conventions particulières avec moins de 15 porteurs ou portant sur les titres d'une société fermée.

L'examen du tableau IV montre que les offres publiques d'achat demeurent encore cette année la forme d'offre la plus utilisée. Sur les 64 offres réalisées, 44 sont des O.P.A. et neuf des offres publiques d'échange. Malgré une baisse du nombre d'offres publiques d'achat, la valeur totale a plus que doublé par rapport à 1988, passant de 4,192 $ milliards à 9,186 $ milliards. Les offres sur les titres de Texaco Canada Inc., Falconbridge Limitée et Steinberg Inc. totalisent à elles seules plus de 4 $ milliards, 2 $ milliards et 1,250 $ milliard respectivement.

Tableau III

Placements faits sous le régime d'une dispense de prospectus

Nature de la dispense	Période	Nombre de placements	Valeur totale (000 $)	Valeur placée au Québec (000 $)	% de la valeur placée au Québec
Placements réalisés à l'extérieur du Québec[1]	1989	83	6 754 193	s.o.	s.o.
	1988	92	7 313 762	s.o.	s.o.
Placements auprès d'acquéreurs avertis[2] et par bloc de 150 000 $[3]	1989	798	3 735 429	2 422 803	64,9
	1988	1083	2 347 968	1 658 826	70,6
Placements auprès d'un nombre limité d'acquéreurs[4]	1989	154	109 583	92 994	84,9
	1988	212	135 063	121 664	90,1
Placements auprès de dirigeants, de salariés et de porteurs de titres[5]	1989	254	(non connu)	(non connu)	(non connu)
	1988	357	(non connu)	(non connu)	(non connu)
Total :	**1989**	**1289**	**(non connu)**	**(non connu)**	**(non connu)**
	1988	**1744**	**(non connu)**	**(non connu)**	**(non connu)**

(1) Dispense prévue à l'article 12 de la Loi.
(2) Dispense prévue aux articles 43 et 263 de la Loi.
(3) Dispense prévue aux articles 51 et 263 de la Loi.
(4) Dispense prévue aux l'articles 47 et 48 de la Loi.
(5) Dispense prévue à l'article 52 de la Loi.

Tableau IV

Offres publiques sur les sociétés canadiennes

Nature de l'offre	Période	Nombre d'offres	Valeur totale (000 $)
Offres publiques d'achat	1989	44	9 186 113
	1988	70	4 191 856
Offres publiques d'échange	1989	9	non connu
	1988	20	non connu
Offres publiques d'achat ou d'échange	1989	5	5 886 156
	1988	3	844 528
Offres publiques d'échange avec soulte	1989	3	320 700
	1988	5	229 768
Offres publiques de rachat	1989	3	27 218
	1988	0	0
Total	**1989**	**65**	**non connu**
	1988	**98**	**non connu**

C. L'information sur les valeurs en circulation

1. Vue d'ensemble

Le nombre d'émetteurs assujettis a bondi de 2 223 à 3 732, ce qui s'explique par la venue des caisses populaires et d'économie Desjardins, dans le cadre du Régime d'épargne parts permanentes des caisses; en effet, 1 224 caisses sont devenues des émetteurs assujettis en déposant un prospectus auprès de la Commission. Si l'on fait abstraction de ces nouveaux venus, la progression s'est poursuivie à peu près au même rythme que les dernières années.

2. Questions particulières

• *Examen de l'information financière annuelle*

Au cours de l'exercice, un programme d'examen des états financiers annuels déposés par les émetteurs

assujettis a été entrepris. Cet examen vise à déceler les pratiques comptables inappropriées. Dans le cadre de ce programme, de nombreuses observations ont été transmises aux émetteurs assujettis; un certain nombre de rencontres ont eu lieu avec les dirigeants de certains émetteurs ou avec leurs vérificateurs, en vue de discuter des observations et de décider des mesures à prendre pour régler les difficultés rencontrées.

- ***Contenu de la notice annuelle et du rapport annuel (Instruction générale n° Q - 24)***

En novembre 1989, l'Instruction générale n° Q - 24 concernant la notice annuelle et le rapport annuel a été publiée au Bulletin. Ce texte définit de nouvelles exigences d'information tant pour la notice annuelle que pour le rapport annuel. En outre, il oblige la grande majorité des émetteurs assujettis à déposer auprès de la Commission une notice annuelle, alors qu'auparavant l'émetteur assujetti n'était tenu de déposer une notice annuelle que dans la mesure où il comptait se prévaloir du régime du prospectus simplifié. Les règles établies par cette Instruction générale s'appliquent à tous les émetteurs assujettis dont l'avoir des actionnaires ou le produit d'exploitation est supérieur à 10 millions $. Il convient de mentionner que ce nouveau régime d'information, bien que définit dans une instruction générale québécoise a été élaboré conjointement avec l'Ontario Securities Commission.

Partie II
Le marché des valeurs mobilières

A. Le fonctionnement du marché boursier et les organismes d'autoréglementation

1. Vue d'ensemble

En 1989, les transactions sur les différents marchés boursiers canadien ont repris leur progression sans toutefois atteindre le niveau record d'avant le choc boursier de 1987.

Quant au volume négocié, la part de la Bourse de Montréal a augmenté en 1989 à 13,1 % alors qu'en 1988 elle se situait à 11,7 %. Au plan de la valeur des échanges d'actions, la Bourse de Montréal a maintenu sa position avec 17,4 % de l'ensemble du marché canadien. En 1988, la valeur des échanges était de 17,3 %.

Sur le marché des options sur les actions, la part de la Bourse de Montréal par rapport à l'ensemble du marché canadien s'est stabilisée au niveau de 1988 après avoir vu diminuer son importance de façon significative au cours des années 1986 à 1988. Le pourcentage de la Bourse de Montréal par rapport à l'ensemble du marché canadien est de 20,4 % pour ce qui est du nombre de titres et de 17,4 % pour la valeur des opérations, alors qu'en 1988 ce pourcentage était de 20,9 % et 16,9 % respectivement.

2. Questions particulières

• *La Bourse de Montréal*

Au cours de l'exercice, la Bourse de Montréal a continué d'appliquer les dispositions du titre cinquième de la Loi en vertu des pouvoirs qui lui sont délégués par la Commission; il s'agit essentiellement de l'inscription des représentants et de l'agrément des dirigeants des courtiers membres de la Bourse. Elle a ainsi procédé à l'inscription de 300 représentants au service de l'un ou l'autre de ses membres.

Les bourses de Montréal et de Toronto ont continué de se partager les tâches pour l'agrément des dirigeants de leurs membres communs. Au cours de l'exercice, 579 nouveaux dirigeants ont été ainsi agréés dans le cadre de cette entente. De ce nombre, 125 l'ont été par la Bourse de Toronto, tandis que 454 l'étaient par la Bourse de Montréal.

La Commission a approuvé durant le dernier exercice 20 modifications des règles de fonctionnement de la Bourse de Montréal, en vertu des pouvoirs conférés par l'article 177 de la Loi. Parmi les modifications proposées, il convient de souligner celles qui concernent les contrats à terme sur les obligations du Canada, l'information sur les frais de service des courtiers ainsi que le système d'alerte sur la situation financière des membres de la Bourse.

Tableau V

Volume et valeur des actions négociées sur la Bourse de Montréal

Période	Nombre de titres (000)	Part du marché canadien (%)	Valeur des opérations (000 $)	Part du marché canadien (%)
Année 1986	1 095 896	11,1	15 983 449	18,9
Année 1987	2 022 324	13,5	21 886 833	16,8
Année 1988	1 278 197	11,7	15 061 654	17,3
Année 1989	1 696 274	13,1	18 536 706	17,4
1er semestre 1989	784 307	13,0	8 389 492	16,4
2e semestre 1989	911 967	13,2	10 147 214	18,3

Note: Le marché canadien des actions est partagé entre les bourses de Montréal, Toronto, Alberta et Vancouver.

Tableau VI

Volume et valeur des options sur les actions négociées sur la Bourses de Montréal

Période	Nombre de titres (000)	Part du marché canadien (%)	Valeur des opérations (000 $)	Part du marché canadien (%)
Année 1986	1 049 760	27,3	209 685	31,9
Année 1987	1 325 487	25,4	244 045	21,2
Année 1988	808 091	20,9	101 312	16,9
Année 1989	890 574	20,4	117 762	17,4
1er semestre 1989	510 415	23,3	60 278	17,4
2e semestre 1989	380 159	17,6	57 484	17,4

• ***Les chambres de compensation***

Au cours de l'exercice, la Commission a approuvé cinq modifications des règles de Trans-Canada Options Inc., société qui compense notamment les options. Ces modifications portaient notamment sur le règlement des opérations sur contrats à terme et sur les exigences de capital à l'égard des membres.

La Caisse canadienne de dépôt de valeurs Limitée, société qui compense notamment les opérations sur actions, a présenté au cours de l'exercice une modification de ses règles relatives au règlement des sommes qui lui sont dues par ses membres. À la fin de l'exercice, les discussions à ce sujet se poursuivaient.

B. Les intermédiaires

1. Vue d'ensemble

Si l'on consulte les statistiques établies en fonction du nombre des inscriptions auprès de la Commission, on constate une augmentation dans le nombre des courtiers et des conseillers en valeurs de l'ordre de 10,8 %, alors qu'elle était de 13 % l'an dernier. Cette progression est comparable chez les courtiers et les conseillers.

L'augmentation se remarque principalement chez les négociateurs autonomes de la Bourse de Montréal (86,4 %). On remarque également une légère baisse du nombre de courtiers de plein exercice.

Par ailleurs, l'inscription de 35 courtiers et conseillers en valeurs a été radiée au cours de l'exercice. Parmi ceux-ci, il y a huit courtiers de plein exercice, dix courtiers en contrats d'investissement ou en épargne collective et cinq conseillers en valeurs. Il convient de souligner la radiation de Geoffrion Leclerc Inc. par suite de son acquisition par Lévesque Beaubien inc., ainsi que celle de Valeurs Mobilières Pemberton Inc. par suite de la fusion de ses activités avec celles de RBC Dominion Securities Inc.

Quant au nombre de représentants, il augmente de 28,8 % et dépasse 9 200. Cette hausse s'explique par l'inscription de 1 776 représentants pour le placement des parts permanentes des caisses populaires et d'économie Desjardins. Si l'on exclut ces représentants, la hausse est ramenée à 7,5 %. Elle résulte essentiellement de l'augmentation de 18,9 % du nombre des représentants inscrits en épargne collective et de l'augmentation de 17,5 % des représentants de conseillers en valeurs de plein exercice.

2. Questions particulières

• ***Le groupe de travail sur les principes directeurs d'un code de déontologie***

Le Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs a mis sur pied un groupe de travail chargé d'établir les principes de déontologie fondamentaux pour les firmes de services financiers. La Commission participe aux travaux de ce groupe.

• ***La mise en oeuvre des recommandations du Groupe des Trente***

Le Groupe des Trente, réunissant des experts internationaux du domaine financier, a formulé en mars 1989 neuf recommandations visant à faciliter les opérations internationales sur valeurs mobilières. Elles concernent notamment les procédures et les délais de règlement des opérations sur valeurs.

L'adoption des principes mis de l'avant par ces recommandations demande une coordination importante des efforts des intervenants canadiens sur le marché des valeurs, en particulier des organismes de réglementation, puisque l'échéance visée est 1992. La Commission participe activement aux groupes de travail formés pour veiller à la mise en place des modifications requises.

• ***Les nouveaux venus***

Parmi les nouveaux courtiers, il faut mentionner Goldman Sachs Canada, la Société générale, valeurs mobilières Inc. et Pictet (Canada) Société en commandite, qui ont obtenu l'inscription de plein exercice et qui sont devenus membre de la Bourse de Montréal.

Des conseillers en valeurs reliés à des institutions financières ont été inscrits pendant l'exercice: Gestion de portefeuille Scotia Ltée et Société de gestion d'investissement G.W.L. Ltée. De plus, la Compagnie Montréal Trust, la Société Canada Trust, le Trust Général du Canada et la Compagnie Trust Central Guaranty ont obtenu elles-même l'inscription de conseiller de plein exercice.

• ***Les ententes de réseau***

L'inscription de nombreux courtiers et conseillers reliés à des institutions financières a donné lieu à la mise en place d'une vingtaine d'ententes de réseau, qui ont été soumises à l'approbation de la Commission.

• ***La surveillance de l'activité des professionnels***

Au cours de l'exercice, la Commission a dû intervenir dans plusieurs dossiers de courtiers d'exercice restreint dont la situation financière était précaire. Pour remédier à ces difficultés, elle a décidé de porter à 50 000 $ le montant du fonds de roulement exigé du courtier d'exercice restreint spécialisé en contrats d'investissement.

La Commission a procédé à l'inspection de 34 courtiers et de trois conseillers. De plus, elle a reçu 125 plaintes formulées par des épargnants, dont

89 ont été traitées par la Bourse de Montréal, selon les dispositions de la délégation de pouvoirs. De ce nombre, huit ont été portées en révision devant la Commission.

Par suite d'inspections effectuées par la Commission auprès de courtiers et d'émetteurs assujettis, elle a suspendu l'inscription des courtiers Services d'investissement Claude Boisvert Inc., Services Financiers Quadro-Solimco Inc., Courtiers Financiers Métropolitains Inc., Informax Immobilier Inc., L'Investisseur, courtier en contrats d'investissement Inc. et Lunebourg, le Courtier Ltée.

De plus, dans l'affaire Paul Martin Inc., la Commission a prononcé un blâme contre Lévesque Beaubien Geoffrion Inc., pour la façon dont le courtier a procédé pour obtenir les instructions de ses clients en vue du vote à l'occation d'une assemblée de porteurs de débentures. La Commission a suspendu l'inscription d'Investcourt, courtier en valeurs mobilières Inc., par suite du non-respect des exigences de capital.

Partie III
Les communications

Les principaux objectifs de communication de la Commission ont été d'informer les épargnants et de les sensibiliser au fait qu'ils sont responsables de leurs décisions. C'est dans ce contexte que des activités de promotion et de relations publiques ont été menées. La Commission a participé à douze salons, dans les diverses régions du Québec; en plus de Montréal et de Québec, les villes de Rimouski, Roberval, Matane, Baie-Comeau, New Richmond, Sherbrooke et Trois-Rivières ont été visitées. Par ce moyen, les représentants de la Commission sont entrés en contact avec 10 007 visiteurs, lors de ces diverses manifestations.

Quelques publications que la Commission avait déjà publiées ont été rééditées. La demande reste très forte pour les publications suivantes : « Le marché des valeurs mobilières », « Les caractéristiques des différentes formes d'investissement au Québec », « Les fonds d'investissement », « Comment lire un prospectus ». Un tiré à part d'un article de la revue A+ a été imprimé et distribué à l'occasion des salons et expositions. Cet article, rédigé par un membre du personnel de la Commission, portait sur les dix questions qui sont le plus souvent posées à la Commission.

Le nombre des demandes de renseignements reçues à la Commission est passé de 9 738 à 10 350, soit une augmentation de 6,2 %. Ces appels concernent principalement des émetteurs et des courtiers; certains de ces appels peuvent conduire à des enquêtes.

La Commission a été l'hôte du congrès de la *North American Securities Administrators Association* (NASAA), qui a été tenu à Québec en septembre 1989. Un nombre record d'environ 900 personnes ont participé à cet événement, dont l'organisation a été dirigée par M^e^ Louise leBel-Chevalier, secrétaire de la Commission. En outre, la Commission participe à deux comités de cette organisation, celui qui est chargé de la publication « Alarme aux épargnants » et celui qui s'occupe du financement des sociétés.

La Commission a continué sa participation à des organisations ou à des rencontres au niveau canadien ou international. En particulier, elle a participé à la conférence annuelle de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), tenue à Venise en septembre 1989. La Commission a également reçu deux délégations, l'une d'Indonésie et l'autre d'Algérie. Elle a participé, comme chaque année, aux deux réunions annuelles qui regroupent les autorités compétentes en valeurs mobilières dans les diverses provinces, sans parler des nombreuses réunions de groupes de travail qui ont eu lieu au cours de l'exercice.

Annexes

Annexe I
Titulaires des fonctions de direction au 31 mars 1990

Président :
Me Paul Fortugno, c.r.

Vice-président :
Maurice Cusson, c.a.

Membres de la Commission :
Gérard M. Beaulieu
Roland Côté, f.c.a.
Michel Le Rouzès, c.a.
Marcellin Tremblay

Secrétaire :
Me Louise leBel-Chevalier

Chef du service des communications :
Marc Barrière

Chef du service de conseil juridique :
Me Antoni Dandonneau

Directeur de l'information :
Jean Paré, c.a.

Chef du service de l'appel public à l'épargne :
Raymond Duhaime

Chef du service de l'information continue :
Diane Joly, c.a.

Directeur de l'encadrement du marché :
Pierre Lizé

Chef du service de l'inscription :
Daniel Laurion

Chef du service de l'inspection :
Georges Clermont

Chef du service des marchés à terme :
Pierre Lizé (à titre temporaire)

Directeur des affaires juridiques :
Me Jacques Labelle

Chef du service du contentieux :
Me Richard Proulx (à titre temporaire)

Chef du service des enquêtes :
Jean-Yves Béliveau

Directeur de l'administration :
Raymond Hardy

Chef du service du personnel :
Raynald Henry

Chef du service de la gestion interne :
Jean-François Doutrelepont

Chef du service budget et organisation :
Max Amar

Chef du service de l'informatique :
Jean-Marie Rivard

Chef du service des études :
Martin Martin

Annexe II
Avis

1. Les sociétés et les porteurs de titre

Valeurs refuges dans le domaine agricole — interprétation de l'instruction générale N° Q-15 : Avis du 18 août 1989

Les valeurs refuges donnant droit à la dispense prévue à l'article 48 de la Loi sont déterminées par l'Instruction générale n° Q-15. Selon le paragraphe 7 de ce texte, constituent des valeurs refuges « les titres qui donnent à l'acquéreur un avantage fiscal au titre de l'agriculture ». Par suite de la mise en application, pour les exercices commencés après le 31 décembre 1988, des modifications législatives concernant le calcul du revenu agricole aux fins fiscales, la Commission juge nécessaire de faire connaître sa position concernant l'interprétation du paragraphe 7 de l'Instruction générale n° Q-15.

Avant ces modifications, l'avantage fiscal consistait principalement en ce que les stocks étaient admis en déduction sur la base d'une comptabilité de caisse. Par suite des modifications législatives, pour les exercices commencés après le 31 décembre 1988, la comptabilité de caisse ne pourra plus être utilisée pour les stocks. Cependant, les dépenses autres que les dépenses reliées aux stocks peuvent encore être comptabilisées selon la comptabilité de caisse; on peut aussi utiliser la comptabilité de caisse pour rajouter les stocks de la fin d'exercice aux coûts des marchandises vendues, jusqu'à concurrence du revenu qui serait autrement imposable.

Il en résulte que, contrairement à ce qui existait avant ces modifications, un investissement dans le domaine de l'agriculture ne donne pas forcément un avantage fiscal. Pour l'application du paragraphe 7 de l'Instruction générale n° Q-15, il faudra donc que l'émetteur démontre au personnel de la Commission que les titres placés comportent un avantage fiscal appréciable, sans quoi l'émetteur ne sera pas admis à se prévaloir de la dispense de prospectus prévue à l'article 48 de la Loi.

2. Le marché des valeurs mobilières

Emploi de personnes non inscrites pour faire du démarchage auprès de clients éventuels (télémarketing) : Avis du 9 février 1990

Certains courtiers qui organisent des réunions afin de présenter des projets d'investissement font appel à des personnes non inscrites pour recruter, par des appels téléphoniques, des clients éventuels qui seraient intéressés à assister à l'une de ces réunions; de telles réunions sont organisées surtout à propos de contrats d'investissement présentant un attrait fiscal : parts de société immobilière ou parts de films. Ces courtiers feraient ainsi appel à des personnes non inscrites dans l'idée que l'activité restreinte exercée par ces personnes n'entre pas dans les activités qui exigent l'inscription.

Cette façon de voir les choses est erronée. Le démarchage relié au placement d'une valeur entre dans l'activité du courtier (art. 5 de la Loi) et la définition du terme démarchage comprend « l'activité de la personne... qui utilise de façon habituelle les communications téléphoniques... soit pour proposer l'acquisition... de valeurs ou une participation à des opérations sur valeurs, soit pour offrir des services ou proposer des conseils en vue des mêmes fins » (art. 5 de la Loi). La personne qui utilise le téléphone pour recruter des clients éventuels en vue d'une réunion où on leur proposera une valeur fait donc du démarchage puisqu'elle doit nécessairement proposer aux personnes contactées quelque chose de plus que la participation à une réunion : elle ne peut faire autrement que de proposer à tout le moins un investissement en valeurs mobilières ou des services en vue de ces fins.

On peut croire que cette activité, dans la mesure où elle est circonscrite dans des limites très étroites, devrait être dispensée de l'inscription par décision de la Commission. Selon l'expérience de la Commission,

il est pratiquement impossible de respecter les limites qu'on pourrait fixer dans ce domaine : devant les réticences du client, la personne qui fait du démarchage tend presque inévitablement à faire valoir l'intérêt de l'investissement proposé ou la qualité du service offert. Pour ces raisons, la Commission estime qu'il ne convient pas d'accorder une dispense d'inscription aux personnes qui font du démarchage de ce genre par téléphone.

Il convient de rappeler que le courtier qui emploie des personnes non inscrites pour exercer l'activité de représentant commet une infraction (art. 195.1 de la Loi).

3. Coopération avec les autres autorités de surveillance

Entente entre la Commission des valeurs mobilières du Québec et la Société générale des industries culturelles du Québec concernant l'échange d'information en matière de financement de productions cinématographiques.

La Commission des valeurs mobilières du Québec annonce la signature d'une entente visant à favoriser la coopération et l'assistance mutuelle dans le cadre de l'analyse de projets de financement de productions cinématographiques. La signature de cette entente fait suite au développement de relations informelles établies entre les deux organismes dans le cadre de l'accomplissement de leur mandat respectif. Cette mesure s'impose vu l'intérêt pour l'investissement dans les parts des films, une forme d'investissement où l'expertise des deux organismes peut être complémentaire.

Une des préoccupations importantes des organismes est de préserver le caractère confidentiel des informations qui pourront être échangées. Pour cette raison, l'entente prévoit que les organismes garderont confidentiels le contenu des demandes formulées, les renseignements obtenus en réponse à ces demandes et toutes autres questions reliées à la mise en oeuvre de l'entente.

La coopération des deux organismes pourra les aider à accomplir leur mission, mais la Commission y voit aussi un moyen d'améliorer le processus du financement de productions cinématographiques.

Dans cet esprit, la Commission demande aux personnes qui déposeront des documents d'information (prospectus ou notice d'offre) concernant un financement de productions cinématographiques de bien vouloir déposer simultanément un exemplaire de ce document auprès de la Société générale des industries culturelles.

Entente

La Commission des valeurs mobilières du Québec et la Société générale des industries culturelles, reconnaissant l'intérêt grandissant du public pour l'investissement dans des productions cinématographiques ainsi que le besoin de coopération afin de permettre à la Commission et la SOGIC de mieux remplir leur mission respective, concluent l'entente qui suit concernant l'échange de certains renseignements :

Article 1 — Parties de l'entente

Les parties à la présente entente sont:

— La Commission des valeurs mobilières du Québec (la Commission), organisme constitué en vertu des lois du Québec et continué en vertu de la Loi sur les valeurs mobilières du Québec (L.R.Q., chap. V-1.1), ayant son siège social au 800, Square Victoria, 17e étage, Montréal, Québec, H4Z 1G3;

— La Société générale des industries culturelles (SOGIC), corporation légalement constituée par une loi de la province de Québec (L.R.Q., c. S-10.01 telle que modifiée par, 1987, c. 71), ayant son siège social au 1755, boulevard René-Lévesque Est, bureau 200, Montréal, Québec, H2K 4P6.

Article 2 — But de l'entente

La présente entente a pour but de permettre et d'encadrer l'échange entre la Commission et la SOGIC de certains renseignements obtenus par ces deux organismes dans l'accomplissement de leur mission respective et visés à l'article 4 de la présente entente.

Article 3 — Caractère confidentiel des demandes et des renseignements visés

Les demandes formulées conformément à la présente entente, leur contenu, les renseignements obtenus en réponse aux demandes et toute autre question reliée à la mise en oeuvre de la présente, y compris les consultations entre les parties peuvent, d'un commun accord et dans la mesure permise par la Loi, renoncer à ce caractère confidentiel.

Les parties ne doivent offrir à aucune autre personne un renseignement obtenu de l'autre partie et elles doivent faire de leur mieux pour assurer qu'il ne soit pas obtenu par une autre personne.

Le présent article ne vise aucunement à conférer quelque caractère confidentiel que ce soit à un renseignement visé par la présente entente qui serait de toute façon public.

Article 4 — Renseignements visés

Les renseignements visés par la présente entente sont les suivants :

— de la SOGIC, la Commission recevra : la liste mensuelle des films ayant fait l'objet d'une demande de visa auprès de la SOGIC, cette liste indiquant le titre du film, le devis de production prévu ainsi que le nom des personnes morales impliquées dans le projet;

— de la Commission, la SOGIC recevra :

1° la liste mensuelle des prospectus provisoires visés par la Commission concernant des productions cinématographiques;

2° la liste mensuelle des demandes de dispense de prospectus concernant des productions cinématographiques;

— tout autre renseignement sur lequel les deux parties s'entendront.

Article 5 — Demande de renseignements

Les demandes de renseignements sont faites verbalement ou par écrit par l'une des personnes responsables d'une des parties et sont adressées à l'une des personnes responsables de l'autre partie.

Article 6 — Personnes responsables

Chaque partie désigne une ou plusieurs personnes responsables d'envoyer et de recevoir les demandes de renseignements faites conformément à la présente entente ainsi que d'y répondre.

Dès l'entrée en vigueur de la présente entente, les personnes responsables sont celles indiquées à l'ANNEXE A. Ces personnes peuvent être remplacées en tout temps par l'une des parties avec avis écrit à l'autre partie.

Article 7 — Utilisation permise des renseignements

Chaque partie ne peut utiliser les renseignements obtenus qu'aux fins d'accomplir sa mission dans le respect de l'intérêt public.

Article 8 — Respect des lois et règlements

Sous réserve des limites de leur pouvoir légal, chaque partie s'engage à effectuer cet échange de renseignements dans la mesure où celui-ci est conforme aux lois et règlements alors en vigueur au Québec, notamment leurs lois constitutives et la Loi sur l'accès aux documents des organismes publics et sur la protection des renseignements personnels (L.R.Q., ch. A-2.1).

Article 9 — Signature

La présente entente entre en vigueur à compter de la date de sa signature par la SOGIC et la Commission.

Article 10 — Dénonciation

Chaque partie peut dénoncer la présente entente en donnant à l'autre partie un avis écrit du fait que la présente entente n'est plus en vigueur.

Cette dénonciation prend effet à la date de réception de cet avis par l'autre partie mais l'entente continue de s'appliquer à toutes les demandes de renseignements faites avant cette date.

Fait à Montréal, le 19 avril 1989.

Société générale des industries culturelles

par : (S) Charles Denis
Charles Denis
Président directeur-général

Commission des valeurs mobilières du Québec

par : (S) Paul Guy
Paul Guy
Président

Annexe A
Personnes responsables

Pour la Commission :
Jean Paré, directeur de l'information
Carl Grégoire, analyste financier
Tél.: 873-5326

Pour la SOGIC :
Me André Véronneau, responsable de la certification de films comme films québécois
Josée Mauffette, directrice adjointe des relations d'affaires
Tél.: 873-7768

Annexe III
Décisions

1. Les Sociétés et les porteurs de titres

— *L'appel public à l'épargne*

Dans l'affaire
Société en commandite Le Riverain

L'audience[1]

L'audience publique tenue les 19 et 21 juin 1989 portait sur une demande en révision de la décision 0961-I-89 du 9 juin 1989 rendue par le directeur de l'Information, par laquelle, en vertu de l'article 27 de la Loi sur les valeurs mobilières, il refusait d'apposer le visa sur la modification du 6 juin 1989 au prospectus du 10 février 1989 de la Société en commandite le Riverain.

De plus, comme la période du placement, soit 120 jours, telle que prévue par l'article 39 de l'Instruction générale n° Q — 2, prenait fin le 13 juin 1989, soit avant la tenue de l'audience, la Commission a prolongé la période pour le placement des parts jusqu'à la date de la présente décision.

Le placement

Le prospectus prévoyait le placement de 5 500 parts à 1 000 $ la part. Le produit devait servir à acquitter en partie l'acquisition d'un complexe immobilier, la Société assumant une hypothèque de premier rang de 7 600 00 $ et un solde de prix de vente de 650 000 $ pour compléter cette acquisition.

Dans les 120 jours compris entre le 13 février 1989, date du visa du prospectus, et le 13 juin, le placeur pour compte n'a pas réussi à placer l'offre minimale de 4 125 parts.

Une modification du prospectus a donc été déposée, faisant passer l'offre à 3 800 parts et prévoyant une séance de clôture lorsque 1 000 parts auront été placées. Les 2 800 autres parts seront alors émises à certains créanciers qui ont consenti à convertir leurs créances en parts. Pour compléter le financement, le promoteur a dû faire certains aménagements, dont augmenter le solde du prix de vente de 1 050 000 $ et diminuer le fonds de roulement de 234 950 $ et l'encaisse réservée pour la rénovation des immobilisations de 120 050 $. Cette restructuration semble taillée sur mesure pour assurer la réussite du placement puisque le placeur pour compte a déjà en main des souscriptions pour plus de 1 000 parts.

Motifs de refus du directeur

Dans le but d'alléger la rédaction et la compréhension de la décision, nous traiterons des divers motifs de refus du directeur parallèlement avec les arguments de la requérante.

Les premiers et principaux motifs de refus du directeur sont à l'effet que la baisse substantielle des liquidités et la modification de la structure du capital mettent en péril la viabilité du projet et que la baisse de la rentabilité prévue risque d'avoir un impact significatif sur la valeur du projet. Dans le projet initial, la requérante considérait comme absolument nécessaire un fonds de roulement de 409 950 $ et une encaisse réservée pour la rénovation des immobilisations de 190 000 $. Le projet révisé prévoit un fonds de roulement de 175 000 $ et un fonds de rénovation de 90 000 $ et le directeur considère que la modification du prospectus n'explique pas les raisons de ces diminutions, ni leur effet sur la viabilité du projet.

Selon Me Camirand, la diminution du fonds de roulement est justifiée, compte tenu de l'expérience de six mois de gestion de l'immeuble, par des besoins de liquidités moins importants que prévus initialement. De plus, comme le gestionnaire a accepté de différer au moment de la vente de l'immeuble le paiement de ses honoraires de gestion, ceci permet de payer approximativement l'augmentation du coût des intérêts due à l'accroissement de la balance de prix de vente.

En ce qui concerne les rénovations, seules celles absolument nécessaires seront faites, soit les réparations au garage au coût de 70 000 $. Les tapis, qui devaient être changés au coût de 90 000 $, le seront seulement selon les besoins, pour faciliter la location des logements. Selon Me Camirand, en modifiant la structure du projet, toutes les dépenses ont été révisées et de nouvelles prévisions financières ont été préparées donnant effet à tous ces changements. Il est disposé à inclure ces prévisions dans la modification au prospectus.

---

1 MM. Maurice Cusson, c.a. et Roland Côté, f.c.a. - Décision n 89-C-0223, le 29 juin 1989

Le directeur souligne que la perte prévue pour la première année du projet est passée de 52 000 $ à 96 800 $, soit une augmentation de 44 800 $. Sur 5 ans, on passe d'un revenu net cumulatif anticipé de 425 700 $ à une perte de 41 600 $. Cette baisse de la rentabilité affecte donc la valeur du projet.

Le procureur de la requérante indique que ce n'est pas sur le revenu ou la perte d'exploitation de l'immeuble qu'il faut se baser pour déterminer la rentabilité, mais sur la plus-value que devrait prendre l'immeuble. Comme le projet compte maintenant 31 % de moins de parts, le projet révisé serait plus rentable par part.

Le fait que les épargnants verront la proportion des parts qu'ils détiennent réduite de façon significative au profit du promoteur et des créanciers constitue un autre motif de refus du directeur. Les épargnants auront perdu le contrôle effectif de la société et les décisions importantes risquent d'être prises par des gens qui ont des objectifs différents. Les créanciers se sont engagés dans le projet parce qu'ils n'avaient pas le choix, peut-être voudront-ils retrouver leur mise de fonds le plus tôt possible. Le directeur s'interroge donc sur la remise sur le marché de ces parts et il craint pour l'efficacité du marché. Il demande la mise en main tierce de ces parts.

En réponse, Me Camirand mentionne que les créanciers deviendront des commanditaires au même titre que tous les autres avec les mêmes droits et obligations. Ces créanciers représentent une quinzaine de personnes qui n'ont pas de liens avec le promoteur. Il n'y a pas d'entente de revente de leurs parts et toute revente devra se faire sur un marché secondaire restreint. Mettre en main tierce les parts de ces personnes les pénaliserait alors qu'on ne devrait faire aucune distinction entre les porteurs. Quant au promoteur, il est courant dans ce genre de projet qu'il souscrive à un bloc important en autant qu'il soit de moins de 25 % des titres placés.

À l'argument du directeur à l'effet que les prévisions et projections financières n'ont pas été modifiées pour tenir compte des changements proposés, le procureur indique que la société est prête à inclure dans la modification au prospectus les prévisions et projections qui ont été déposées lors de l'audience.

Enfin, le directeur trouvait que la restructuration du projet faisait suite à un ensemble d'arrangements ou de faits importants décrits de façon inadéquate dans la modification. Ainsi, l'impact de la réduction du fonds de roulement et du fonds de rénovation n'est pas expliqué. Il en est de même pour l'impact sur la rentabilité de l'augmentation de la dette et de l'accord pour différer les frais de gestion. Pour le directeur, tous ces changements font en sorte qu'il s'agit d'un nouveau placement. Un nouveau prospectus devrait donc être déposé afin d'en faire une analyse complète pour déterminer s'il peut être visé. Un document clair et complet pourra alors être remis aux souscripteurs éventuels.

Pour le procureur de la société, il ne s'agit pas d'un nouveau placement, le projet reste le même. Il est prêt à faire les changements nécessaires à la modification du prospectus pour bien informer les investisseurs. Toutes les personnes qui ont souscrit des parts auront un droit de résiliation de 5 jours suivant la réception de la modification du prospectus.

Un nouveau prospectus devrait satisfaire les exigences de la nouvelle Instruction générale n° Q — 2 et exigerait un délai considérable. Étant donné le temps écoulé depuis le début du placement, cette exigence équivaudrait à refuser le placement, alors que tous les renseignements nécessaires pourraient être donnés dans la modification.

Observations

Lors de l'audience nous avons eu droit à de nombreuses explications chiffrées sur les coupures dans les dépenses, sur les revenus de location, sur le nombre d'appartements dont les baux ont été ou n'ont pas été renouvelés, etc., le tout dans le but de justifier les nouvelles prévisions et projections financières et par conséquent le projet.

Nous n'avons pas, dans la description des arguments des parties, rapporté tous ces détails qui sont certes importants mais non indispensables à la compréhension du présent cas.

Il est important de rappeler que si le projet, c'est-à-dire l'achat de l'immeuble, reste le même, la structure du capital de la société est modifiée de façon importante. Le montant à recevoir du placement des parts est diminué de 1 700 000 $. Pour compenser, le solde du prix de vente est augmenté de 1 050 000 $ et la différence est comblée par différentes coupures, dont celles dans le fonds de roulement et le fonds de rénovation des immobilisations qui à elles seules représentent près de 350 000 $.

Pour les 5 années du projet, le prospectus indiquait des revenus nets anticipés de 425 700 $, alors que maintenant une perte de 41 600 $ est prévue, principalement à cause de l'accroissement des intérêts sur la dette à long terme. D'autre part, les liquidités générées par l'immeuble passent de 56 600 $ à 160 300 $ parce que le gestionnaire a accepté de différer le paiement de ses honoraires de gestion. Ce montant représente à peu près celui des intérêts sur l'emprunt additionnel. Toutefois, un écart de seulement 2 % dans les prévisions de revenus absorberait toutes les liquidités, et si en plus les dépenses sont plus élevées que prévu, il faudra faire un appel de fonds supplémentaires.

Il est clair que la marge de manoeuvre du gestionnaire est beaucoup moins grande et demandera un contrôle serré. Le projet nous apparaît plus risqué.

Lors de l'audience, Me Proulx a déposé un document comparant les prévisions aux résultats réels pour la première année d'opération de six projets récents du promoteur et, dans chaque cas, la perte a été beaucoup plus importante que prévu. De son côté, Me Camirand a également déposé une liste de projets antérieurs du promoteur montrant que dans tous les projets les commanditaires ont fait un profit lors de la vente de l'immeuble vu l'appréciation de celui-ci. Il affirme également que le promoteur n'a jamais eu à faire un appel de fonds supplémentaires dans un de ses projets.

Nous sommes d'accord avec le directeur à l'effet que la restructuration du capital risque d'avoir un impact significatif sur la viabilité et la valeur du projet. Il y a tellement de modifications qu'il est difficile même pour une personne avertie de faire la comparaison entre les données du prospectus, celles de la modification et les prévisions déposées à l'audience. Sans les explications appropriées, il est difficile d'en faire l'appréciation.

Quant à l'autre motif du directeur concernant la diminution de la proportion des parts détenues par les épargnants et la perte de contrôle sur les décisions importantes, il semble vrai en principe. Toutefois, les créanciers qui acceptent de transformer leurs créances en parts sont nombreux et ils prennent le risque au même titre que les autres même si leurs objectifs d'investissement peuvent être différents. L'information donnée dans la modification est insuffisante et toute cette opération devrait être mieux décrite.

Enfin, l'argument à l'effet que les prévisions n'avaient pas été modifiées pour tenir compte des changements proposés et que des faits importants étaient décrits de façon inadéquate à la modification trouve réponse dans le fait que la requérante est prête à inclure les projections et à donner toutes les explications nécessaires.

Décision

Il a été établi que le placement et la structure de financement du projet ont été modifiés de façon importante. Les changements ont un impact sur les liquidités et la rentabilité de la société. Les prévisions et projections financières ont été modifiées à la fois pour tenir compte de la modification dans la structure financière du projet mais aussi des décisions de couper dans les dépenses. Il est très difficile d'apprécier l'effet de ces changements si l'information appropriée n'est pas consolidée dans un seul document. Pour assurer la protection des investisseurs, la Commission est d'avis que la nature et l'ampleur des modifications exigent un nouveau prospectus.

Pour ces motifs et ceux avancés dans les observations, la Commission maintient la décision du Directeur de l'Information de refuser d'apposer le visa sur la modification du 6 juin au prospectus du 10 février 1989 concernant le placement de parts de la Société en commandite le Riverain. Les fonds recueillis et entre les mains du fiduciaire devront être retournés aux souscripteurs.

Si la société veut procéder avec son placement, elle devra déposer un nouveau prospectus comprenant toute l'information sur le projet ainsi que les mises en garde appropriées sur les risques de l'entreprise.

Bonanza Métals Inc.

L'objet de l'audience[1]

L'audience tenue le 18 mai 1989 avait pour but de faire réviser par la Commission, en vertu des dispositions de l'article 322 de la *Loi sur les valeurs mobilières* (L.R.Q., chap. V-1.1), la décision n° 0669-I-89 rendue le 28 avril 1989 par le chef du Service de l'appel public à l'épargne, par laquelle il refusait à la société Bonanza Métals Inc., (ci-après appelée « Bonanza », ou la requérante) sa demande de dispense de prospectus (en vertu de l'article 263 de la Loi) et s'opposait au placement à l'extérieur du Québec de 1 350 000 actions ordinaires au prix de 0,55 $ l'action, le tout en vertu des articles 11 et 12 de la Loi sur les valeurs mobilières.

Les motifs de la décision du chef du Service de l'appel public à l'épargne

Les motifs de la décision qui font l'objet de cette demande de révision sont les suivants :

« 1° le placement proposé n'est pas conforme à l'Instruction générale n° Q — 4, notamment en ce qui concerne l'emploi du produit net du placement;

2° les options de souscription d'actions ordinaires au preneur ferme et à deux promoteurs ne sont pas conformes à l'Instruction générale n° Q — 3;

3° les actionnaires du Québec doivent avoir la possibilité de souscrire des titres du placement proposé;

---

1 Me Paul Fortugno, c.r. MM. Roland Côté, f.c.a. et Gérard M. Beaulieu — Décision n° 89-C-0226, le 4 juillet 1989

4° il existe un risque que ces titres placés à l'extérieur du Québec soient revendus à des résidents du Québec en contravention de la Loi. (Décision n° 0669-I-89)

La Commission n'a pas retenu les motifs 3 et 4 de cette décision. En effet, le procureur de la Direction de l'information a tout simplement retiré ceux-ci à l'audience.

Les faits

Bonanza est une société d'exploration minière. Elle a été incorporée en vertu de la Loi sur les compagnies du Québec le 23 mars 1986 et son siège social est situé à Rouyn-Noranda. Depuis sa constitution, la société a acquis plusieurs propriétés minières pour en faire l'exploration et la mise en valeur. La mine Poirier fut sa plus importante acquisition.

Les actions de Bonanza ne sont pas inscrites à la cote d'une bourse. La requérante est un émetteur assujetti qui se propose de faire un premier appel public à l'épargne au moyen d'un prospectus en Ontario et en Alberta. Le courtier Yorkton Securities Inc. agit à titre de preneur ferme pour le placement de 1 350 000 actions de Bonanza. Une copie du prospectus provisoire, datée du 31 mars 1989, fut déposée à la Direction de l'information de la Commission des valeurs mobilières du Québec.

La requérante a demandé que la Commission ontarienne soit considérée comme autorité principale puisque ce placement doit s'effectuer à l'extérieur du Québec. Au moment du dépôt du prospectus provisoire, il y avait 90 actionnaires résidant au Québec.

Lors d'une assemblée spéciale des actionnaires, tenue en février 1989, la majorité d'entre eux ont approuvé le projet de placement et ont consenti à ne pas se départir de leurs titres pour une période de douze mois suivant la clôture du placement.

Les procureurs de Bonanza ont déposé, le 14 avril 1989, les documents d'information exigés afin d'obtenir une dispense de prospectus, le tout conformément au second alinéa de l'article 12 de la Loi et de l'article 115 du *Règlement sur les valeurs mobilières*. Deux demandes de dispense, en vertu de l'article 263 de la Loi, furent déposées le 17 avril 1989.

La première demande de dispense vise le placement d'options de souscription de 200 000 actions ordinaires en faveur de M. Gilles Fiset, président et administrateur, et de Mme Lauri Boivin, vice-présidente et également administrateur de la société.

La seconde demande vise le placement d'une option de souscription, pour un maximum de 337 500 actions ordinaires, en faveur du courtier Yorkton Securities Inc., le preneur ferme de la nouvelle émission.

Les fonds ainsi recueillis seraient d'abord consacrés aux dépenses d'exploration de la propriété minière Martel (200 000 $) et le reste aurait pour but d'augmenter le fonds de roulement.

L'argumentation

A) La compétence de la Commission.

Dans sa demande de révision du 4 mai 1989, la requérante a soulevé que la Commission ne pourrait protéger les épargnants soumis à une autre autorité sans outrepasser les limites de sa compétence.

La Commission désire rappeler à la requérante la décision qu'elle a rendue dans l'affaire *Sand Technology Systems (Canada) Inc.* (décision n° 7235 du 12 décembre 1984). Dans cette affaire, la Commission a clairement établi sa compétence pour un placement de valeurs, à partir du Québec, auprès de personnes de l'extérieur et que les assouplissements prévus à la Loi n'atténuent en rien le pouvoir discrétionnaire de la Commission à exiger un prospectus ou même de refuser d'y apposer son visa. La Commission soulignait à cet égard :

> *« Assujettir l'exercice du contrôle de la Commission à l'observance des lois du lieu du placement ou à d'autres conditions équivaudrait à en annuler l'efficacité. Les dispenses prévues doivent être appréciées cas par cas, non automatiquement.*
>
> *Ainsi que l'a rappelé la Commission dans sa décision n 7194 du 15 octobre 1984 (Pétro-Gaspé Inc.), « ce pouvoir discrétionnaire doit être exercé 'en fonction de l'intérêt public', ainsi que le prévoit l'article 316. ... L'intérêt public ... doit s'interpréter par rapport aux différents aspects de la mission que définit l'article 276, et non par rapport à la seule protection des actionnaires. ... La Commission est néanmoins justifiée de s'opposer à l'opération, au motif du bon fonctionnement du marché et de la protection contre les risques de manipulation, ce qui entre dans sa mission au même titre que la protection des actionnaires. » »*
> *(p. 61)*

Lors de l'audience, la requérante a atténué ses prétentions et a reconnu la compétence de la Commission bien qu'elle demandait d'accueillir favorablement sa requête fondée sur les faits ci-dessus mentionnés, sur le contexte économique du secteur minier, sur l'historique financier de la société et particulièrement sur le fait qu'un vote majoritaire en faveur du placement a été pris par les actionnaires.

B) L'utilisation des fonds et l'Instruction générale n° Q — 4

L'article 3 de l'Instruction générale n° Q — 4 se lit comme suit :

« Les fonds provenant du placement doivent servir uniquement à l'acquisition de terrains ou de droits sur un terrain, à l'exploration, à la mise en valeur et aux frais généraux raisonnables.

Une proportion de 25 % des frais d'exploration est acceptée comme raisonnable pour les frais généraux. »

Le produit net du placement des 1 350 000 actions ordinaires de Bonanza se calcule de la façon suivante :

Produit du placement brut :	742 500 $ (0,55 $/action)
Commission au preneur ferme :	74 250 $ (Yorkton)
Produit net :	668 250 $

Selon la requérante, on peut soustraire de ce produit net la somme de 200 000 $ consacrée aux dépenses d'exploitation sur la propriété minière Martel ainsi que 60 000 $ servant à l'acquisition de cette dernière. Somme toute, le solde de 408 250 $ constituerait alors le fonds de roulement de la société. Selon le témoignage du président de la requérante, la majeure partie de ce fonds de roulement se destinerait à l'acquisition de propriétés et d'équipements.

Quant à lui, le procureur de la Direction de l'information s'appuie sur l'article 3 de l'Instruction générale n° Q - 4 pour contester l'amplitude d'un tel fonds de roulement.

C) Les options de souscription d'actions et l'Instruction générale n° Q - 3

La requérante soutient que les options consenties sont conformes aux dispositions de l'Instruction générale n° Q - 3 quant au nombre maximum autorisé; elles n'en diffèrent qu'à l'égard du prix de levée, qui est fixe.

Pour ce qui est des promoteurs, le procureur réitère que ceux-ci sont avant tout des dirigeants de la société, mais il souligne que l'on doit tenir compte du rôle actif qu'ils ont joué dans le redressement de la situation financière de la société. Elle conclut qu'à ce titre (dirigeant), la dispense du paragraphe 52 (5) de la Loi devrait s'appliquer.

Quant au preneur ferme, le procureur de la société soutient que, malgré le prix, les restrictions apportées par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario devraient suffire à rendre ces opérations conformes et acceptables. Par sa demande en révision du 4 mai 1989, le procureur ajoutait *« qu'il y a lieu de distingue entre le placement proposé d'actions ordinaires de la compagnie à l'extérieur du Québec et le placement d'options de souscription auprès du preneur ferme et des promoteurs pour lequel des demandesdistinctes ont été faites ».*

Les arguments du procureur de la Direction de l'information sont avant tout fondés sur l'article 12 de la Loi puisque le placement se fait à l'extérieur du Québec. Toutefois, à l'égard des options destinées aux dirigeants-promoteurs, il y aurait lieu, selon lui, de considérer le fait qu'ils résident au Québec et que l'on a présenté une demande de dispense à leur égard. Or, on soutient que c'est l'article 52 de la Loi qui reçoit application. De plus, aux termes du paragraphe 2.1 (3) de l'Instruction générale n° Q - 3, le total des actions réservées pour les options ne doit pas représenter plus de 10 % des actions émises de la même catégorie. Or, 540 000 actions sont susceptibles d'être souscrites si les diverses options accordées aux dirigeants et promoteurs sont levées. Le procureur souligne qu'à la page 16 du prospectus provisoire (pièce 6), on y lit qu'après l'émission, 5 355 328 actions seront en circulation et il en conclut que la requérante accorde 5 000 actions en trop par le biais d'options. Enfin, il ajoute que selon les articles 1 et 2.2 de l'Instruction générale n° Q - 3, les promoteurs doivent justifier l'apport qu'ils contribuent à la société, mais il reconnaît que celui-ci peut tenircompte des services passés.

Par ailleurs, la requérante accorde au preneur ferme une option visant à le favoriser en lui permettant de couvrir sa position dans le cas d'une attribution excédentaire. Selon le procureur de la Commission, un tel plan ne respecte pas les prescriptions de l'article 4B de l'Instruction générale n° Q - 3. En effet, cet article stipule que cette option ne doit être consentie que pour une période de 30 jours à compter de la date du prospectus et ne doit porter que pour un maximum de 10 % des actions faisant l'objet de la prise ferme. Et selon le procureur, le prospectus provisoire, aux pages 18 à 20, laisse comprendre que le preneur ferme bénéficiera d'un maximum de 15 % sur une période de 60 jours.

Finalement, il invoque qu'on ne retrouverait pas au prospectus provisoire une ou des indications permettant de croire que les options seront levées par le preneur ferme au prix du placement, plus une augmentation de 10 % par année jusqu'à un maximum de 30 %, tel que prescrit par l'article 3(2) de l'Instruction générale n° Q - 3.

Observations et décision

La requérante souhaitait une décision portant sur les faits particuliers de ce litige. Dans l'exercice de sa discrétion, la Commission peut passer outre à la rigueur de ces instructions générales pour s'en remettre aux faits particuliers qui lui ont été présentés lors de l'audience, tout en respectant bien sûr le fond et la portée de ces mêmes instructions.

Nous avons entendu la plaidoirie de chacune des parties et examiné la preuve qui nous a été soumise lors de l'audience. Dans le cas présent, notre appréciation globale du dossier nous mène à une décision différente de celle prise par le chef du Service de l'appel public à l'épargne.

En conséquence, la Commission révise la décision rendue par le chef du Service de l'appel public à l'épargne le 28 avril 1989, et accorde à la requérante, en vertu de l'article 12 de la Loi, la dispense de prospectus pour le placement de 200 000 actions ordinaires par l'octroi d'options de souscription en faveur de M. Gilles Fiset et Mme Lauri Boivin et pour le placement d'un maximum de 337 500 actions ordinaires par l'octroi d'une option de souscription d'actions en faveur du courtier ontarien Yorkton Securities Inc. La Commission permet à la société Bonanza Métals Inc. de procéder au placement à l'extérieur du Québec de 1 350 000 actions ordinaires de son capital-actions au prix de 0,55 $ l'action.

Le dispositif de cette décision a été communiqué verbalement au procureur de la société le 18 mai 1989.

Fonds canadien du futur

L'audience [1]

L'audience, qui a eu lieu le 18 juillet 1989, porte sur une demande de révision d'une décision (n° 1143-I-89 du 14 juillet 1989) du directeur de l'Information refusant d'apposer le visa sur le prospectus du 21 juin 1989 du Fonds canadien du futur. La décision du directeur est fondée sur les motifs suivants :

1° la taille du placement envisagé ne permet pas d'assurer la viabilité de l'entreprise;

2° la protection des épargnants l'exige.

Les arguments du Fonds

Les arguments du Fonds ont surtout porté sur le fait que la taille d'un fonds immobilier n'était pas une garantie de sa rentabilité. Le procureur du Fonds a déposé un tableau indiquant le rendement de plusieurs fonds immobiliers constitués depuis 1983 dont l'actif initial était nettement inférieur au minimum prévu par le Fonds canadien du futur. D'après ce tableau, les rendements des plus petits fonds semblent être aussi intéressants que ceux des fonds plus importants. Le fonds a également prétendu que la taille du fonds n'avait pas de conséquence sur la liquidité et qu'il n'y avait aucune raison objective pour empêcher le placement des parts d'un fonds qui prévoit recueillir moins de 10 000 000 $.

Les arguments de la direction

La direction dit qu'il n'y a pas de règles au Québec concernant le minimum qu'un fonds doit recueillir mais qu'il s'agit d'une question de jugement pour déterminer la viabilité du fonds.

L'argument principal repose sur la raison fondamentale d'un organisme de placement collectif, c'est-à-dire la diversification du risque. Le minimum prévu par le Fonds est insuffisant pour assurer une diversification et une liquidité essentielles. La viabilité du Fonds est donc mise en doute.

L'opinion de la Commission

Le but premier d'un organisme de placement collectif est de permettre à des épargnants, compte tenu d'une mise de fonds minime, de diversifier le risque d'un investissement. Ce qu'un épargnant ne pourrait pas faire en plaçant ses fonds dans un seul investissement.

Cet objectif est confirmé, même dans l'affaire qui nous concerne, car on peut lire à la page de titre du prospectus :

> *« ... Le Fonds a pour objet de fournir aux investisseurs l'occasion de participer à un portefeuille diversifié se composant surtout de placements dans des propriétés immobilières à revenu au Canada. »*

Or, le minimum prévu par ce premier placement du Fonds est de 2 100 000 $. La Commission est d'avis qu'il n'est pas possible d'avoir un portefeuille diversifié avec cette somme. Si le minimum de fonds seulement est recueilli, cela laissera environ 1 800 000 $ à investir. En principe, le Fonds pourrait acquérir un seul immeuble. Dans deux scénarios possibles présentés à l'audience par le Fonds, celui-ci prévoit un investissement de 2 000 000 $ en vue d'acquérir un immeuble d'une valeur de 8 000 000 $.

En conséquence, la Commission donne raison au directeur de l'Information car le minimum prévu dans le prospectus est nettement insuffisant pour atteindre l'objet premier d'un organisme de placement collectif, soit la diversification du portefeuille.

---

1 MM. Paul Guy, Maurice Cusson, c.a. et Me Paul Fortugno, c.r. - Décision n° 89-C-0248, le 21 juillet 1989

Autre question

Il reste quand même la question, qui ne fait pas l'objet de l'audience, de déterminer quel est le minimum des fonds à recueillir pour que la Commission autorise le placement de parts d'un nouveau fonds immobilier.

Les émetteurs sont en droit d'avoir une ligne de conduite claire de manière à pouvoir préparer un placement sans craindre un refus de visa, au moins sur cette question.

Il a été mentionné à l'audience qu'il n'existe pas de règles sur cette question. Les seules règles qui existent ont été mises en place par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario dans son Instruction générale n° 11.5 qui est entrée en vigueur le 31 janvier 1987. Depuis, le Manitoba a également adopté cette instruction générale. Toutefois, il est évident que les instructions générales des autres provinces ne reçoivent aucune application au Québec.

L'instruction générale d'Ontario a été adoptée à la suite d'une longue consultation à laquelle la Commission a participé. Les critères de diversification du portefeuille et de liquidité sontles plus importants dans le cas d'un fonds immobilier. Il s'agitd'une catégorie de fonds qui ne possèdent pas la liquidité d'unfonds traditionnel : il est plus difficile de vendre un immeuble rapidement que de vendre des titres.

Si le fonds n'investit que dans un seul immeuble, il s'expose à des difficultés sérieuses, si les liquidités qu'il doit conserver viennent à être épuisées en raison des demandes de rachat. Certains problèmes avec des fonds immobiliers, qui ont d'ailleurs donné lieu à l'instruction générale, découlaient du manque de liquidité de ces fonds.

La Commission est convaincue que les deux critères de la diversification et de la liquidité rendent nécessaire d'établir un montant minimum de fonds à recueillir lors d'un premier placement. L'émetteur doit également prévoir des règles précises concernant les liquidités qu'il doit conserver pour faire face aux demandes de rachat.

Le seul autre nouveau fonds immobilier qui a été présenté à la Commission depuis 1987 est celui du Groupe des Coopérants. Le personnel de la Commission avait alors exigé que le minimum des fonds recueillis par le Fonds soit de 10 000 000 $. Dans ce cas, le promoteur du fonds avait effectué une mise de fonds initiale de 10 000 000 $, de sorte que la question du minimum n'avait pas créé de difficultés. En outre, il avait été prévu que cette mise de fonds initiale ne pourrait être recouvrée par le promoteur qu'à la condition que la valeur liquidative nette du fonds reste supérieure à 12 000 000 $.

La Commission estime que, pour la protection des épargnants, le montant de 10 000 000 $ est un plancher minimum, compte tenu de l'importance des investissements qu'effectuent généralement les fonds.

Groupaction investissements immobiliers G.I.I. Inc. et groupaction gestion immobilière G.G.I. Inc. — projet Condominiums l'Escale

L'objet de l'audience[1]

L'audience tenue le 17 octobre 1989 avait pour but de faire réviser par la Commission, en vertu des dispositions de l'article 322 de la *Loi sur les valeurs mobilières* (L.R.Q., chap. V-1.1), la décision n AJ-212-89 rendue le 30 août 1989, par le directeur des Affaires juridiques, par laquelle il « *interdisait à GroupAction Investissements Immobiliers G.I.I. Inc. (ci-après « G.I.I. »), GroupAction Gestion Immobilière G.G.I. Inc. (ci-après « G.G.I. »), leurs dirigeants, salariés et mandataires, ainsi qu'à MM. Yves Daigle et Denis de Bellefeuille toute activité en vue d'effectuer une opération sur les unités du projet d'investissement immobilier Condominiums L'Escale et interdisait à ces personnes d'agir à titre de courtier en valeurs ou représentant d'un tel courtier sans l'inscription requise.* »

Les motifs de la décision du directeur des Affaires juridiques

« Les personnes visées effectuaient le placement de contrats d'investissement sans qu'un prospectus n'ait été établi et elles n'étaient pas inscrites à titre de courtiers en valeurs auprès de la Commission.

Les faits

Les sociétés commerciales requérantes G.I.I. et G.G.I. furent respectivement constituées le 14 octobre 1988 et le 5 janvier 1989 sous la *Loi sur les sociétés par actions* (L.R.C. (1985) chap. C-44). Le siège social des sociétés est situé à Hull.

M. Yves Daigle est le seul actionnaire de ces sociétés. Il en est aussi le président et le seul administrateur. Celui-ci possède une vaste expérience dans le domaine de l'immobilier et est détenteur d'un permis de courtier en immeubles. Il se spécialise, depuis quelques années, dans la gestion immobilière. Les sociétés requérantes vendent ou gèrent des actifs immobiliers selon le cas.

---

1 M[e] Paul Fortugno, c.r., MM. Roland Côté, f.c.a. et Marcellin Tremblay — Décision n° 89-C-0411, le 5 décembre 1989

Depuis un certain temps, G.I.I. offre des unités de condominiums situés sur les rues Eardley, Pearson et Front dans la ville de Aylmer. Cet ensemble de copropriétés forme ce qui est appelé le projet « Condominiums L'Escale ». Il regroupe treize édifices de quatre étages comprenant 179 appartements ou propriétés divises, tous loués.

Cet ensemble immobilier fut construit en 1975 et se destinait à l'origine pour la location d'appartements. La société G.I.I., directement ou indirectement après en avoir fait l'acquisition et effectué des aménagements, revend celui-ci sous la forme d'unités de condominiums comportant tant une part indivise pour les parties communes qu'une part divise pour les parties à usage exclusif, c'est-à-dire les appartements.

La société G.I.I. a établi des prix de vente basés sur le nombre de chambres et l'étage occupé. On suscite l'intérêt des acheteurs éventuels par l'attrait d'économies d'impôt et de protection contre l'inflation. Les projections financières préparées par G.G.I. sont basées sur diverses hypothèses.

La société G.G.I. déclare posséder une solide expérience de la gestion immobilière. Cette société offre de prendre la gestion de chacune des unités moyennant un coût équivalent à 4 % des revenus de location. La société G.G.I. garantit 3 ans de revenu minimum de location : « *cette période de 3 ans ne pourra cependant pas se terminer après le 31 mars 1992* ».

Finalement, l'acheteur intéressé doit remplir et signer l'offre d'achat au bénéfice de GroupAction qui, après vérification d'usage, accepte de conclure la vente. Cette offre d'achat stipule que le futur acheteur a pris connaissance du *prospectus* « Condominiums L'Escale ». Le prix et le mode de paiement doivent être conformes aux termes et conditions décrits au prospectus « Condominiums L'Escale ».

L'argumentation

Les faits étant peu contestés, les deux procureurs ont axé leur plaidoyer sur la notion de contrat d'investissement. Ils ne s'entendent pas sur l'application des différents critères de la définition de contrat d'investissement au projet particulier que constituent les Condominiums L'Escale.

Les requérantes soutiennent que les caractéristiques du projet ne correspondent pas à la définition d'un contrat d'investissement et qu'il n'y aurait pas lieu de conclure qu'il s'agit d'un tel contrat à la seule lecture du document d'information.

Le procureur des requérantes, à l'appui de ses prétentions, évoque la décision *Corporation Première Équité A.C.P. Inc.* (n° 8307, 29 mai 1987) qui analyse les cinq critères d'évaluation quant à l'application de la Loi. Il conclut que ces critères ne sont pas tous remplis. En particulier, il fait allusion au critère relatif à la possession des connaissances requises pour la marche de l'affaire et aux commentaires du juge Roger Lagarde de la Cour des sessions de la paix dans l'affaire *Commission des valeurs mobilières du Québec c. Thorne, Riddell, Poissant, Richard, c.a.* (jugement du 17 avril 1985, district de Terrebonne, cause n° 700-27-007847-849) quant à la qualification de l'expression « monde ordinaire ».

À son avis, ses clients, par l'intermédiaire de la société G.I.I., qui est un courtier en immeubles détenteur d'un permis et de ses agents dûment inscrits, effectuent des opérations immobilières définies à la Loi sur le courtage immobilier, et les acheteurs acquièrent un droit réel de propriété dans un immeuble et non une valeur mobilière.

De plus, selon le témoignage de M. Daigle, président des sociétés requérantes, bien que G.I.I. ait négocié un financement hypothécaire avec Banque Nationale couvrant 75 % de la valeur attribuée à l'ensemble du projet, l'acquéreur éventuel n'est pas obligé d'accepter ce mode de financement ou ce créancier hypothécaire.

On ajoute, toujours selon le témoignage de M. Daigle, que les acquéreurs éventuels peuvent visiter un appartement modèle et même l'unité désirée. En effet, selon ses dires, la majorité des acquéreurs se seraient présentés sur le site convoité.

Le contrat de gestion offert par G.G.I. est optionnel. Cependant, il est obligatoire si l'acheteur veut bénéficier de la garantie du revenu de loyer, valable pour environ trois ans.

Quant au procureur du directeur des Affaires juridiques, il prétend au contraire qu'il s'agit bien d'un contrat d'investissement et pour plusieurs raisons :

— en raison d'abord du type de publicité employé;
— les activités des requérantes sont toutes similaires à celles d'un promoteur qui effectue le placement de valeurs mobilières : investissement, financement, gestion, etc.;
— le risque d'une affaire;
— projections financières;
— emprunts hypothécaires et personnel;
— services initiaux (10 %) qui vont directement au promoteur;
— les garanties de revenu et de gestion par le même promoteur.

Ainsi, selon le directeur des Affaires juridiques, ce que l'on cherche à vendre ce n'est pas un condominium mais un concept et un projet complet d'investissement : déduction fiscale, gain en capital, faible mise de fonds. En outre, le public en général n'a pas les connaissances requises pour s'engager dans une telle transaction.

Question en litige

Le projet « Condominiums L'Escale » remplit-il les différents critères correspondant au contrat d'investissement ?

MM. Paul Fortugno, vice-président et Roland Côté, membres de la Commission

Analyse

Dans le présent cas, les assises juridiques sont établies par les articles suivants de la Loi sur les valeurs mobilières :

L'article 1 *« La présente loi s'applique aux formes d'investissement suivantes :*

(...)

7° un contrat d'investissement;

(...)

Le contrat d'investissement est un contrat par lequel une personne s'engage, dans l'espérance du bénéfice qu'on lui fait entrevoir, à participer aux risques d'une affaire par la voie d'un apport ou d'un prêt quelconque, sans posséder les connaissances requises pour la marche de l'affaire ou sans obtenir le droit de participer directement aux décisions concernant la marche de l'affaire. »

L'article 5 : *« Dans la présente loi, à moins que le contexte n'indique un sens différent, il faut entendre par :*

« courtier en valeurs » : toute personne :

1° qui exerce l'activité d'intermédiaire dans les opérations sur valeurs;

(...)

3° qui effectue le placement d'une valeur, pour son propre compte ou pour le compte d'autrui;

4° qui fait du démarchage relié à une activité visée aux paragraphes 1 à 3;

« placement » :

1° le fait, par un émetteur de rechercher ou de trouver des souscripteurs de ses titres;

(...)

7° le fait, par un intermédiaire, de rechercher ou de trouver des souscripteurs ou des acquéreurs de titres faisant l'objet d'un placement en vertu des paragraphes 1 à 6; »

L'article 11 : *« Toute personne qui entend procéder au placement d'une valeur est tenue d'établir un prospectus soumis au visa de la Commission. »*

L'article 148 : *« Le courtier ou le conseiller en valeurs ne peut exercer son activité que s'il est inscrit à ce titre auprès de la Commission. »*

L'article 149 : *« Toute personne physique qui exerce l'activité de courtier ou de conseiller en valeurs pour le compte d'une personne soumise à l'inscription prévue à l'article 148 est tenue de se faire inscrire auprès de la Commission à titre de représentant de cette personne. »*

L'argumentation des procureurs a fait ressortir des interprétations et des opinions divergentes concernant la notion du « contrat d'investissement ». Des cinq éléments qui sont requis expressément pour qu'il y ait contrat d'investissement entraînant l'application de la Loi sur les valeurs mobilières, certains ne semblent pas contestés.

En effet, il n'y a pas lieu de douter que le projet sous étude comprend des engagements contractuels (offre d'achat, emprunts, gestion).

Par l'acquisition d'un bien immobilier en copropriété que l'on présente comme étant susceptible de procurer un revenu de location (ou une perte déductible) et ultimement, un gain en capital lors de la revente (moins lourd de conséquence fiscale que le revenu provenant d'un bien), on peut facilement espérer un certain bénéfice.

L'apport ne fait pas de doute non plus. Il faut débourser une somme à titre de dépôt et ensuite négocier des prêts hypothécaires et un emprunt personnel.

Quant à la participation aux risques d'une affaire, il semble évident que par l'ensemble des projections financières, qui sont basées sur des hypothèses économiques, le résultat final du projet demeure probable mais non certain : sans en connaître l'ampleur, le facteur de risques demeure important. Même la firme d'experts-comptables Raymond, Chabot, Martin, Paré, c.a., dans ses commentaires sur les projections financières, déclare :

« Étant donné que ces projections sont fondées sur des hypothèses relatives à des événements futurs, même si les hypothèses spéculatives se confirment, les résultats réels seront différents de l'information présentée et ces différences pourraient être importantes. Nous n'exprimons donc aucun degré de certitude quant à la probabilité que ces projections se réalisent. »

Finalement, c'est le dernier élément à double volet disjonctif qui est contesté. Cet élément se lit comme suit :

« sans posséder les connaissances requises pour la marche de l'affaire ou sans obtenir le droit de participer directement aux décisions concernant la marche de l'affaire. »

Ce sujet a déjà été abordé par la Commission et celle-ci s'est prononcée de façon très nette dans l'affaire *Corporation Première Équité A.C.P. Inc.* (page 22) et réitérée dans l'affaire *Biolux Labs Inc.* (décision n° 88-C-0693, 21 décembre 1988, page 6) :

« L'affaire, c'est l'ensemble des étapes qui constituent un plan, un programme complet, d'investissement en commun dans un projet ou une entreprise quelconque. Dissocier l'une ou l'autre de ces étapes complémentaires, ce serait en éluder la réalité économique, en vider la substance.

En l'espèce, comme dans la décision *Première Équité*, l'épargnant est invité à souscrire non seulement à l'achat d'un bien immobilier, mais dans tout un programme d'investissement. D'une part, les experts de GroupAction ont choisi l'immeuble et ont procédé à des améliorations importantes afin d'en augmenter tant la valeur que l'attrait, ils ont ensuite préparé des projections de rentabilité selon certaines hypothèses, négocié le financement, établi le fonds de roulement requis selon les impacts et les possibilités fiscales, ils ont trouvé d'autres investisseurs et leur ont présenté l'information pertinente, etc. Pour terminer, ils proposent un gestionnaire, GroupAction Gestion Immobilière et une garantie de location.

Il est à noter que toutes les personnes qui ont acquis une unité à ce jour, soit 159 personnes, ont adhéré au contrat de gestion proposé par G.G.I., une société qui fait partie du même groupe. En fait, il ne saurait guère en être autrement lorsqu'on examine la structure du projet et de l'offre d'achat. À l'article 5.4 de cette dernière, on mentionne spécifiquement *« la garantie de revenu de location telle qu'énoncée à la page 15, numéro 3, du prospectus « Condominiums L'Escale » »*. Puisque le coût de cet avantage majeur est compris dans le prix d'achat et non distinct, il en fait partie intégrante, de même que le contrat de gestion qui n'a en réalité d'optionnel que le nom, puisqu'il est obligatoire pour obtenir la garantie de revenus. Les perspectives de rendement de même que le rôle passif des futurs propriétaires non occupants nécessitent en pratique cette approche globale à un investissement immobilier décrit au document d'information comme un « placement sans tracas ».

D'autre part, le type particulier d'abri fiscal comporte plusieurs aspects : emprunts hypothécaires et personnels, économies d'impôt, effet de levier à presque 100 % et projections financières. Il faut ajouter à cela un contrat de gestion et la garantie de revenus de location.

L'acquéreur qui décide de souscrire à un tel programme accepte de participer aux risques d'une affaire dont la marche est déjà entièrement déterminée quant à l'essentiel. En somme, le rôle de GroupAction est déterminant pour la réussite du projet d'investissement, et le public en général (« le monde ordinaire » selon le juge Lagarde) dépend des promoteurs-requérants tant pour leur expertise quant au montage de l'affaire que pour les conseils et l'information essentielle qu'ils fournissent notamment aux plans de la fiscalité et des projections de rentabilité.

À cet effet, l'honorable juge Jean-Paul Bergeron de la Cour supérieure, dans l'affaire Edward Waymouth Reid *c.* Commission des valeurs mobilières du Québec (C.S., district de Montréal, le 4 février 1988, n 500-36-000384-878, pages 10 et 11), réitère la définition de « contrat de placement de fonds » à laquelle faisait référence la Cour suprême du Canada dans l'arrêt *Pacific Coast Coin Exchange* c. *O.S.C.* (1978 2 R.C.S. 112). Un tel placement, impliquant un investissement d'argent dans une entreprise commune et dont les profits sont le fruit du labeur de tiers, est assujetti aux dispositions de la Loi sur les valeurs mobilières.

De plus, dans l'affaire *Pacific Coast Coin Exchange*, l'honorable juge de Grandpré énonçait ce qui suit :

« On doit donner à ce genre de législation protectrice une interprétation large qui tienne compte des réalités économiques qu'elle vise. L'élément décisif est le fond et non la forme. » *(À la page 127)*

Dans le cas présent, en appliquant ce principe de prédominance du fond sur la forme, on ne peut conclure autrement : les personnes sollicitées investissent dans un abri fiscal et participent aux risques d'une affaire organisée et gérée par les requérantes. Ces investisseurs, en général, manquent de connaissances dans ce type de projet et ont besoin de la protection qu'accorde la Loi et ce, avant de prendre leur décision d'investir.

Ayant déterminé que la forme d'investissement sous étude est assujettie à la Loi sur les valeurs mobilières, nous devons maintenant considérer s'il y a lieu

d'interdire aux requérantes et à leurs dirigeants et représentants d'effectuer le placement de ces contrats d'investissement.

De la preuve il découle qu'il y a eu placement illégal. M. Daigle a d'ailleurs reconnu avoir trouvé de nombreux acquéreurs, directement ou indirectement, par l'intermédiaire de représentants.

La Loi requiert que tout placement soit effectué par un courtier et ses représentants inscrits, à moins d'être spécialement dispensé, afin d'assurer la compétence, la probité et le respect d'obligations envers les épargnants de la part de ces intermédiaires.

En vertu de la Loi, le placement doit aussi être offert au moyen d'un prospectus de l'émetteur visé par la Commission, afin d'assurer l'information adéquate et la protection des épargnants.

Dans le cas examiné, les représentants des requérantes, G.I.I. et G.G.I., ou globalement, GroupAction, n'étaient pas dûment inscrits, et les documents d'information utilisés ne portaient pas le visa de la Commission et de toute évidence ne fournissaient pas les renseignements complets, véridiques et clairs, essentiels à la prise de décision des épargnants.

Dans les circonstances, la protection des épargnants exige que la Commission, en vertu des dispositions de l'article 265 de la Loi, prononce une interdiction d'effectuer le placement de cette forme d'investissement.

Décision

Après avoir considéré l'ensemble du dossier, nous décidons que l'investissement offert au public par les sociétés et leurs représentants constitue un contrat d'investissement au sens de la Loi sur les valeurs mobilières, et que les activités de toutes les personnes qui participent au placement sont assujetties à toutes les dispositions pertinentes de cette loi.

En conséquence, nous maintenons la décision du directeur des Affaires juridiques.

M. Marcellin Tremblay, membre de la Commission (dissident)

J'ai pris connaissance des notes de mes deux collègues, Monsieur le vice-président Fortugno ainsi que du commissaire Côté. Avec déférence, je ne peux conclure comme eux que nous sommes en présence d'un contrat d'investissement en vertu du paragraphe 7 de l'article 1 de la Loi sur les valeurs mobilières (L.R.Q., chap. V-1.1).

À mon avis, les sociétés GroupAction Investissements Immobiliers G.I.I. Inc., GroupAction Gestion Immobilière G.G.I., ainsi que son président Gilles Daigle, ont exercé leurs activités conformément à la *Loi sur le courtage immobilier* (L.R.Q., chap. 73). Cette dernière loi définit, au paragraphe c de l'article 1, une opération immobilière de la façon suivante :

> *« c) « opération immobilière » désigne l'achat, la vente, la promesse d'achat ou de vente d'un immeuble, l'achat ou la vente de telles promesses, l'échange ou la location d'un immeuble, la vente en bloc d'un fonds de commerce, le prêt garanti par hypothèque ou nantissement d'un immeuble, à l'exclusion de tout acte relatif à une valeur mobilière au sens de la Loi sur les valeurs mobilières; »*

Cette définition a pour mérite de bien synthétiser l'activité usuelle d'un agent d'immeuble. Il est autorisé à vendre des résidences privées ou des immeubles à revenus de nature résidentielle ou commerciale. L'opération immobilière n'est cependant pas limitée à l'achat et à la vente d'immeuble; elle comprend également la location et le volet financement qu'est le prêt garanti par hypothèque.

Dans ses fonctions, l'agent d'immeuble est couramment engagé dans la recherche de financement il arrive que des firmes de courtage immobilier offrent des contrats de gérance d'immeubles à revenus. Par ailleurs, je crois tout à fait normal qu'on mentionne parmi les avantages, certains aspects fiscaux. Il s'agit d'une considération importante dans toute transaction d'affaire.

Dans la présente affaire, il a été démontré que :

1° GroupAction Investissements Immobiliers G.I.I. Inc., son président M. Daigle et ses agents sont dûment inscrits auprès du surintendant du courtage immobilier;

2° l'objet de la transaction est un condominium, c'est-à-dire une copropriété divise. L'acheteur acquiert une unité spécifique et non une part indivise dans l'immeuble. Il peut visiter son unité, comme certains l'ont fait et éventuellement il pourrait même l'habiter;

3° malgré la complexité apparente du financement, un tel plan est assez courant dans ce genre de transaction. Il est également tout à fait normal que l'agent d'immeuble facilite le choix du prêteur. La preuve a révélé que l'acheteur demeurait libre de payer comptant ou d'organiser son financement à sa guise;

4° le service de gestion offert aux acheteurs est également une pratique courante dans ce domaine. Ce service est volontaire et l'acheteur demeure libre d'administrer lui-même son condominium.

Pour toutes ces considérations, je suis d'avis que GroupAction Investissements Immobiliers G.I.I. Inc., GroupAction Gestion Immobilière G.G.I. Inc. et son président M. Yves Daigle ont effectué des opérations immobilières au sens de la Loi sur le courtage immo-

bilier. Le procureur de la direction des Affaires juridiques prétend qu'il s'agit non pas d'une opération immobilière mais bien d'un contrat d'investissement et de ce fait soumis à la Loi sur les valeurs mobilières.

Pour établir la véracité d'une telle prétention, il faut confronter la présente transaction aux cinq éléments requis à l'article 1 de la Loi sur les valeurs mobilières. Pour faciliter la compréhension, voici le texte de cette définition :

> *« Le contrat d'investissement est un contrat par lequel une personne s'engage, dans l'espérance du bénéfice qu'on lui a fait entrevoir, à participer aux risques d'une affaire par la voie d'un apport ou d'un prêt quelconque, sans posséder les connaissances requises pour la marche de l'affaire ou sans obtenir le droit de participer directement aux décisions concernant la marche de l'affaire. »*
>
> *1) « Un contrat par lequel une personne s'engage »*
>
> *Cet élément est commun pour l'ensemble des contrats, qu'ils soient civils ou commerciaux.*
>
> *2) « Dans l'espérance d'un bénéfice qu'on lui fait entrevoir »*
>
> *L'achat d'un immeuble ou d'un commerce est toujours fait dans l'espoir d'un bénéfice.*
>
> *3) « À participer aux risques d'une affaire »*
>
> *Le risque est une composante pour toutes les transactions immobilières.*
>
> *4) « Par la voie d'un apport ou d'un prêt quelconque »*
>
> *L'apport de capital, qu'il soit minime ou important, ne change rien à la nature de la transaction.*
>
> *5) « Sans posséder les connaissances requises pour la marche de l'affaire ou sans obtenir le droit de participer directement aux décisions concernant la marche de l'affaire »*

Il s'agit de l'argument principal du procureur de la direction des Affaires juridiques. Il prétend que les gens ne possèdent pas les connaissances requises pour s'engager dans une telle transaction. Il évoque la « théorie de la protection de monde ordinaire » qui exigerait une application large des dispositions de la Loi sur les valeurs mobilières pour empêcher toute forme d'abus. Malgré que ce principe est louable, il doit être interprété avec une certaine retenue. Le citoyen ordinaire doit aussi prendre ses responsabilités et être en mesure de prendre ses décisions sans qu'il soit constamment encadré par une réglementation bienveillante de l'État.

Un individu ordinaire est en mesure d'évaluer les implications de l'achat d'un condominium. L'acheteur détient un titre de propriété individuel qui lui permet de l'administrer lui-même, de l'hypothéquer, de l'habiter et même de s'en départir. Il possède les connaissances requises et, de plus, il participe directement aux décisions concernant la marche de l'affaire.

Je suis d'avis que la décision *Corporation Première Équité A.C.P. Inc.* (Décision n° 8307, 29 mai 1987) doit être distinguée de la présente affaire.

Dans l'affaire *Première Équité*, il s'agissait d'immeubles en copropriété indivise. La différence est fondamentale car dans le cas d'une propriété indivise, on ne peut identifier l'unité acquise. L'acheteur n'est pas un propriétaire immobilier mais à toute fin pratique un partenaire dans une société commerciale.

Décision

Pour toutes ces raisons, je considère que les activités de GroupAction Investissements Immobiliers G.I.I. Inc., GroupAction Gestion Immobilière G.G.I. Inc., leurs dirigeants, salariés et mandataires ainsi que M. Yves Daigles sont des opérations immobilières au sens de la Loi sur le courtage immobilier et que les condominiums vendus ne peuvent être assimilés à un contrat d'investissement soumis à la Loi sur les valeurs mobilières.

Si de telles activités doivent être mieux réglementées, cette responsabilité incombe à l'autorité responsable du courtage immobilier.

Le Groupe Coscient Inc.

L'objet de l'audience[1]

L'audience tenue le 29 septembre 1989 avait pour but de faire réviser par la Commission, en vertu des dispositions de l'article 322 de la *Loi sur les valeurs mobilières* (L.R.Q., chap. V-1.1) (la « Loi »), la décision n° 1573-I-89 rendue le 20 septembre 1989 par le directeur de l'Information, M. Jean Paré, par laquelle il refusait d'apposer le visa sur le prospectus de la société Le Groupe Coscient Inc. concernant le placement d'actions ordinaires.

Les motifs de refus du directeur

Le directeur de l'Information, se fondant sur les dispositions des articles 11, 13 et 15 de la Loi, a refusé d'octroyer son visa au prospectus pour sept (7) motifs importants. Pour l'intelligence du texte, nous les reproduirons séparément avec l'analyse pertinente.

1° M[e] Paul Fortugno, c.r., MM. Roland Côté, f.c.a. et Gérard M. Beaulieu — Décision n° 89-C-0404, le 31 janvier 1990

Faits importants concernant l'émetteur

Le Groupe Coscient Inc. (la « Société » ou « l'émetteur ») a été constituée le 9 juin 1980 en vertu du Company Act (Colombie-Britannique) sous la dénomination sociale 211148 Holdings Ltd., qui fut modifiée en mai 1983 à Homestock Resources Ltd. et en mai 1986 à International Homestock Resources Ltd. (« Homestock »). Elle avait procédé à un appel public à l'épargne en janvier 1984 et ses actions étaient inscrites à la cote de la Bourse de Vancouver; c'était une société d'exploration minière.

Ayant graduellement abandonné le secteur des ressources naturelles et décidé de réorienter ses activités, la Société signa le 31 mai 1988 une convention avec les actionnaires de Coscient Inc., une société fermée active dans le secteur des communications, en vue de se porter acquéreur de toutes les actions émises. L'acquisition s'est faite le 14 février 1989, et la Société a en même temps obtenu un certificat de prorogation en vertu de la *Loi sur les sociétés par actions* (L.R.C. (1985), C-44); elle changeait alors l'adresse de son siège social, obtenait sa dénomination sociale actuelle et modifiait la structure de son capital-actions. Effectivement, Homestock a fait l'objet d'une prise de contrôle inversée par Coscient Inc.

Par l'entremise de ses filiales dont elle coordonne les activités, la Société est engagée dans la production de séries télévisuelles, de documentaires de toute nature destinés au marché de la télévision, de même que de documents audio-visuels promotionnels et publicitaires pour le compte d'institutions et de clients corporatifs. Elle distribue également ses produits sur les marchés national et international. Le siège social de la Société est à Montréal, et ses principaux actionnaires et dirigeants sont MM. Richard Laferrière, président et Laurent Gaudreau, vice-président.

Le 12 juin 1989, la Société a déposé un prospectus provisoire, daté du 9 juin, en vue du placement par prise ferme, au Québec seulement, par l'entremise du courtier Brault, Guy, O'Brien Inc., d'environ 4 400 000 actions au prix approximatif de 0,50 $. Le cours de clôture était de 0,40 $ l'action, à la Bourse de Vancouver.

Son bilan consolidé pro forma vérifié au 14 février 1989 montre un actif total de 5 210 000 $ et un avoir des actionnaires de 875 000 $, réparti entre 27 240 956 actions ordinaires et 1 000 000 d'actions privilégiées. Les résultats consolidés récents de sa principale filiale (Coscient Inc.) s'établissent comme suit : pour l'exercice terminé le 31 décembre 1988, des produits de 7 102 000 $ et un bénéfice net de 519 000 $; pour la période de trois mois terminée le 31 mars 1989, des produits de 2 991 000 $ et un bénéfice net de 364 000 $.

Analyse des motifs de refus du visa par le directeur

« 1° Les états financiers présentés au prospectus ne reflètent pas de façon adéquate la répartition de l'avoir des actionnaires entre les différentes catégories d'actionnaires; »

L'élément controversé porte sur la présentation au bilan de l'avoir des actionnaires, suite à la prise de contrôle inversée, en tenant compte particulièrement des caractéristiques des actions privilégiées.

Nous résumons ci-après les faits pertinents.

Le 14 février 1989, la Société a acquis la totalité des actions en circulation de Coscient Inc. La valeur de cette dernière avait été établie à 5 600 000 $ par un évaluateur indépendant, Richard Wise & Associates, en date du 31 mai 1988, soit la date de l'entente de principe. La contrepartie fut payée comme suit par la Société :

émission de 25 555 555 actions ordinaires à 0,18 $ chacune	4 600 000 $
émission de 1 000 000 d'actions privilégiées de catégorie A	1 000 000 $
Total	**5 600 000 $**

Suite à la prise de contrôle inversée qui a procuré le contrôle de fait aux anciens actionnaires de Coscient Inc., la société acquise, les actifs et passifs des deux sociétés ont été inscrits à leur valeur comptable et ont été inclus dans le bilan consolidé de la Société conformément à la méthode de l'achat pur et simple.

L'avoir des actionnaires est présenté comme suit, le 14 février 1989 :

1) La Société (avant la transaction)	
1 685 401 actions ordinaires	651 452 $
Déficit	(667 436)
Total	**(15 984) $**
2) Coscient Inc. (avant la transaction)	
2 100 actions ordinaires	9 600 $
400 actions privilégiées, classe B	400
	10 000
Bénéfices non répartis	865 000
Total	**875 000 $**

3) La Société (états consolidés, après la prise de contrôle inversée)

27 240 956 actions ordinaires	8 000 $
1 000 000 actions privilégiées, catégorie A*	2 000
	10 000
Bénéfices non répartis	865 000
Total	**875 000 $**

* Les actions privilégiées, catégorie A, ne comportent aucun droit de vote et sont sans valeur nominale. Elles ont priorité sur les actions ordinaires quant au remboursement du capital; elles sont rachetables en tout temps au gré de la Société et, à compter du 14 février 1992 au gré du détenteur, à 1,00 $ l'action. Elles donnent droit à un dividende annuel fixe et cumulatif de 0,05 $ par action.

Le directeur de l'Information, M. Jean Paré, c.a., est d'avis que le bilan consolidé inclus au prospectus ne présente pas fidèlement la situation financière de la Société, considérant les caractéristiques des actions privilégiées. Il croit que la prime au rachat, soit la différence entre la valeur de rachat de 1 000 000 $ et la valeur de 2 000 $ attribuée à ces actions, devrait être soustraite du montant des bénéfices non répartis, et que le bilan devrait montrer le capital-actions privilégiées à sa valeur réelle, soit 1 000 000 $.

Généralement, la prime au rachat éventuel des titres d'un émetteur représente un pourcentage minime du montant souscrit par un investisseur et constitue une compensation pour ce risque. Il en est tout autrement en l'instance, car la valeur de rachat de 1 million $ représente une contrepartie réelle, établie clairement lors de la transaction, même si c'est un engagement ou un passif conditionnel aux résultats futurs.

Reconnaissant qu'il s'agit d'un cas très particulier et nouveau qui n'est pas spécifiquement couvert par les normes comptables généralement reconnues, il argue avec raison qu'il faut accorder préséance au fond sur la forme pour refléter adéquatement la situation financière.

Il a soumis des autorités qui tendent à démontrer qu'une disposition de rachat au gré du porteur établit de fait une date d'échéance pour les actions privilégiées, et que la prime de rachat, d'un montant exceptionnel, constitue en réalité un passif, au moins éventuel, qui devra être acquitté à même les bénéfices non répartis.

Il considère que l'interprétation donnée par le vérificateur et par les deux cabinets d'experts-comptables consultés excède la portée des délibérations du Comité sur les problèmes nouveaux, de l'I.C.C.A., et n'explique pas de manière satisfaisante sa conformité aux fondements conceptuels des états financiers.

Il s'interroge sur la réalité économique d'un capital-actions privilégiées d'une valeur attribuée de 1 768 $ (arrondi à 2 000 $) dont le dividende annuel cumulatif s'établit à 50 000 $, soit 5 % de 1 000 000 $; il lui semble que la véritable contrepartie équivaut au prix de rachat anticipé, d'autant plus que les projections de résultats permettent d'entrevoir largement la capacité de respecter l'engagement à la date convenue.

Les vérificateurs de l'émetteur, le cabinet Carrière, Delambre, Laflamme, Lemyre, comptables agréés, considèrent qu'il n'existe aucune entente ou contrat entre la Société et ses actionnaires qui prévoirait le rachat obligatoire des actions privilégiées à une date donnée, et qu'il n'y a pas lieu de comptabiliser la prime au rachat tant que les actions ne seront pas rachetées. Ils ont pris en considération l'abrégé des délibérations du Comité sur les problèmes nouveaux, récemment mis sur pied par l'Institut Canadien des Comptables Agréés (« ICCA »), notamment le numéro 4 publié le 7 juillet 1989 concernant la « *prime sur actions privilégiées à rachat obligatoire* ». Ils proposent toutefois, afin de mieux informer le lecteur, d'indiquer clairement à la note pertinente des états financiers que les bénéfices non répartis seraient diminués d'un montant de 998 000 $ advenant le rachat des actions privilégiées.

À l'appui de l'opinion des vérificateurs, l'émetteur a soumis l'opinion de deux autres cabinets de comptables agréés, soit Raymond, Chabot, Martin, Paré et Charette, Fortier, Hawey Touche Ross, pour qui la comptabilisation du capital-actions telle que présentée est conforme aux principes comptables généralement reconnus. M. Gérald Langlois, F.C.A., associé du cabinet Raymond, Chabot responsable des normes professionnelles, a aussi témoigné à titre d'expert.

Dans les circonstances, la Commission ne croit pas qu'il soit nécessaire ou approprié de trancher cette question controversée à la fois complexe et technique, considérant toutes les implications possibles. Par exemple, outre les principes comptables, on a fait valoir des arguments d'ordre juridique et fiscal.

En tout état de cause, avec égard pour le directeur qui a exposé un problème réel, la Commission estime qu'il serait raisonnable et prudent d'accepter l'opinion écrite soumise par trois cabinets d'experts-comptables. Toutefois, la Commission souhaite que le directeur demande à l'ICCA d'étudier ce genre de problème relié soit aux modes nouveaux de financement ou aux prises de contrôle inversées et de publier des directives appropriées.

Pour le présent cas, l'émetteur a proposé une solution qui tient compte des préoccupations de la Commission et de l'intérêt des épargnants. D'une part, il est disposé à ajouter toute l'information jugée nécessaire. D'autre part, l'émetteur et les porteurs d'actions privilégiées de catégorie A ont offert de retarder la date de rachat de façon à ne pas entraver la stabilité ou la croissance de la Société.

Décision quant au 1er motif

La Commission accepte l'opinion des vérificateurs de l'émetteur. Toutefois, en vue d'assurer l'information adéquate et la protection des épargnants, la Commission prend acte de l'engagement de la Société et de ses principaux actionnaires de ne pas racheter les actions privilégiées de catégorie A avant que les bénéfices non répartis consolidés aient atteint 5 000 000 $ ou avant cinq ans, selon l'événement le plus rapproché. Elle exige aussi que les modalités de cet engagement ainsi que les caractéristiques des actions privilégiées soient pleinement décrites distinctement au bilan même, et qu'une note explicative indique le montant de la réduction des bénéfices non répartis advenant le rachat des actions privilégiées.

« 2° Suivant la répartition de l'avoir des actionnaires revenant aux détenteurs d'actions privilégiées sur la base de la valeur de rachat des actions privilégiées, la dilution supportée par les futurs investisseurs n'est pas acceptable et ne permet pas à la direction de reconnaître les actions faisant l'objet du placement comme actions ordinaires au sens de l'article 2 de l'Instruction générale n° Q - 17;

3° Le nombre d'actions incessibles calculé en fonction des règles de l'Instruction générale n° Q - 8 excède la limite de 70 % énoncée à l'article 7 de l'Instruction générale ce qui indique aussi une trop forte dilution pour les futurs investisseurs; »

Ces deux motifs de refus découlent du précédent, en ce sens que si l'émetteur avait soustrait des bénéfices non répartis, le montant de 998 000 $ afférent au rachat des actions privilégiées de catégorie A, le solde de l'avoir des actionnaires appartenant aux actionnaires ordinaires serait négatif au 14 février 1989 ou de seulement 400 000 $ au 30 avril 1989. Cela entraînerait une dilution excessive à l'égard des souscripteurs sollicités, ainsi que l'obligation de mettre en main tierce une très grande partie des actions déjà émises.

Puisque la Commission n'a pas retenu le traitement comptable proposé par le directeur (voir l'élément précédent), deux possibilités se présentent.

Dans le premier cas, la Commission peut utiliser comme base de calcul les chiffres du bilan. Les deux objections ne sont alors plus maintenues, a fortiori en référant au bilan établi au 31 juillet 1989 déposé à l'audience.

Dans le second cas, la Commission pourrait dissocier les concepts en cause. En effet, les états financiers sont établis conformément aux principes comptables généralement reconnus. Quant aux instructions générales et aux autres éléments de statistique, ceux-ci servent à d'autres fins. C'est pourquoi on ne tient compte que de l'actif corporel net par action ordinaire dans le calcul du nombre d'actions incessibles dans le cas d'un premier placement au moyen d'un prospectus (cf. l'Instruction générale n° Q - 8). De même, le calcul de diverses statistiques contenues aux prospectus servant à apprécier la qualité des titres offerts, comme la couverture des intérêts, la couverture par l'actif ou l'avoir net par action, résulte de plusieurs régularisations établies dans la pratique financière. Ainsi, aux fins du calcul de la dilution, il serait normal de soustraire de l'avoir corporel net disponible aux actions ordinaires le montant de la prime au rachat de titres émis ou de la prime à la liquidation.

Considérant le cas particulier soumis à l'audience et l'ensemble de la solution apportée au premier point, et pour des raisons qui seront élaborées ci-après (notamment la valeur de l'entreprise par comparaison avec son bilan, et son stade d'exploitation), il ne nous apparaît pas déraisonnable dans les circonstances d'accepter l'argument des requérants, même si la dilution de l'actif corporel net, par rapport au prix d'émission, est considérable.

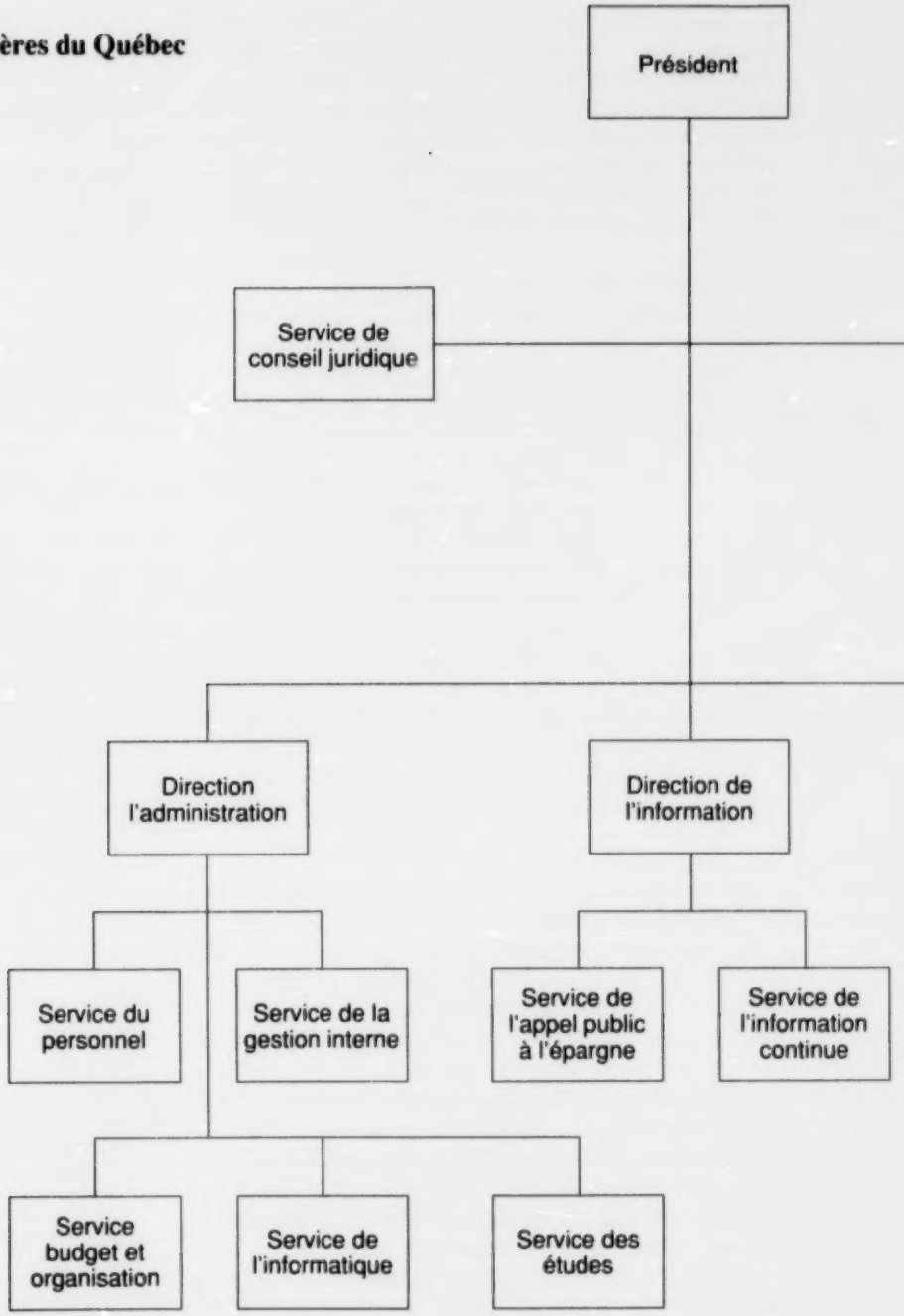
Décision quant aux 2e et 3e motifs

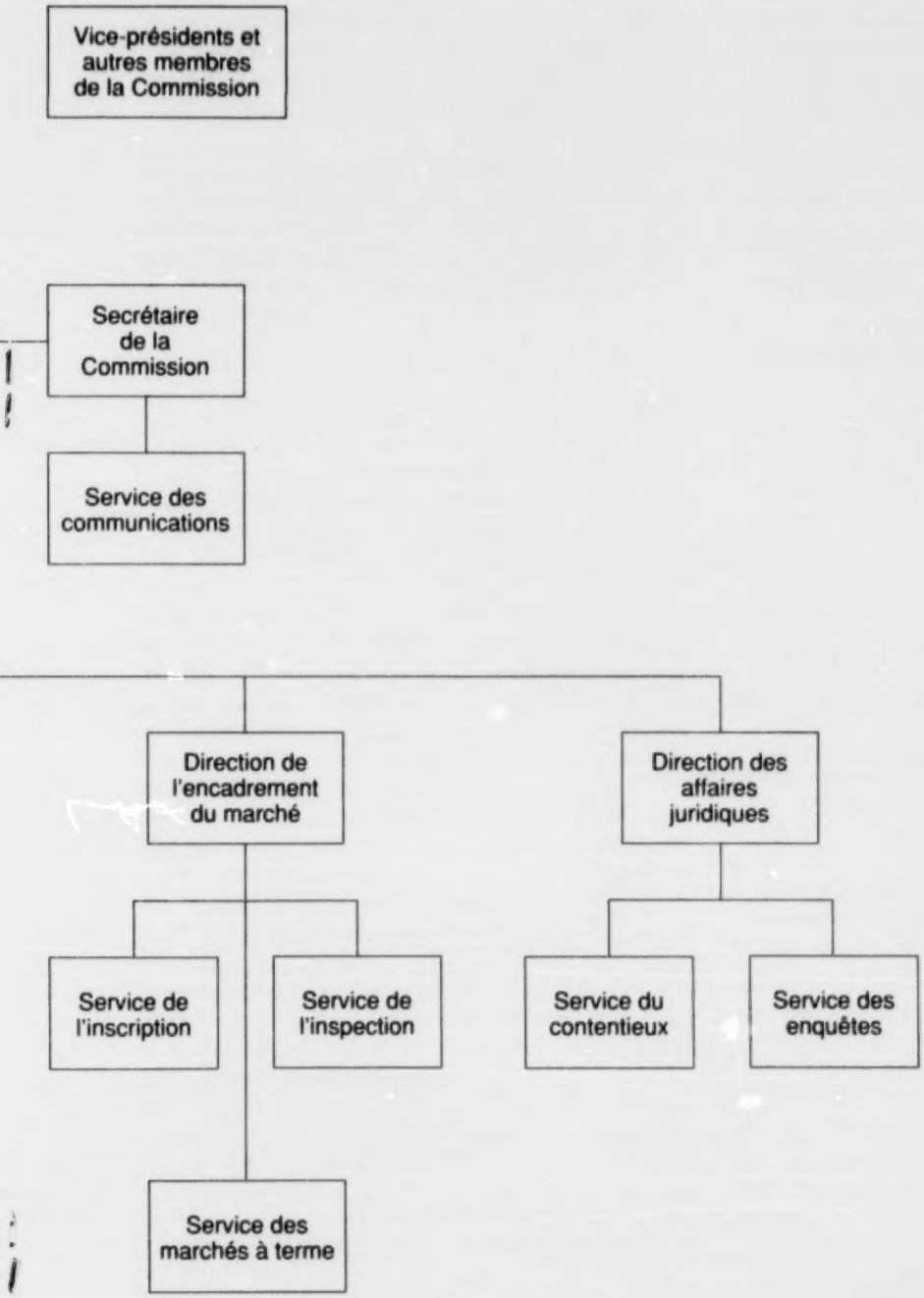
La Commission ne retient pas ces motifs dans les circonstances.

« 4° Considérant la structure du marché sur lequel seront transigées les actions de la société, le nombre d'actions en circulation ne permet pas leur émission à un prix qui favorise l'efficience du marché. Une consolidation des actions jugée acceptable par la direction doit être effectuée préalablement au placement dans le même esprit que l'article 8 de l'Instruction générale n° Q - 4 qui exige la restructuration du capital dans un tel cas; »

Le directeur considère que la prise de contrôle inversée a eu pour effet de transformer une société d'exploration minière inactive en une société industrielle. Conséquemment, le placement d'actions projeté constitue en réalité un premier appel public à l'épargne pour la nouvelle entreprise. L'Instruction

Organigramme
Commission des valeurs mobilières du Québec




Vice-présidents et autres membres de la Commission
Secrétaire de la Commission
Service des communications
Direction de l'encadrement du marché
Direction des affaires juridiques
Service de l'inscription
Service de l'inspection
Service du contentieux
Service des enquêtes
Service des marchés à terme

générale n° Q - 4 trouve application : une consolidation des actions émises est requise parce que la structure et le fonctionnement du marché et la capitalisation des entreprises diffèrent dans ces deux secteurs d'activités.

La Bourse de Montréal, qui était essentiellement du même avis, s'exprimait ainsi dans une lettre du 19 septembre 1989 adressée au procureur de l'émetteur par Madame Francine L. Beauchemin, première vice-présidente, inscription et réglementation des membres :

> *« Les actions ordinaires de la société devraient être consolidées avant de procéder à l'appel public à l'épargne sur une base minimale d'une nouvelle action pour chaque quatre actions déjà émises. Nous croyons que la structure du capital, telle que proposée, ne favorise pas le développement d'un marché ordonné sur le titre. La première mise en marché d'un titre d'une société opérant dans ce secteur sous forme de « penny stock » avec une trentaine de millions d'actions en circulation et à un prix inférieur à 0,50 $ ne favorise pas, à notre avis, compte tenu des mécanismes et de la structure générale des marchés locaux, le développement d'un marché efficient.*
>
> *Les dirigeants de la société ont choisi de faire le premier appel public à l'épargne de la société par la voie du transfert à une société publique inopérante, qui par la suite place des titres sur le marché au Québec. Nous croyons que dans de telles circonstances, le capital de la société doit être restructuré avant l'appel public à l'épargne.*
>
> *La suggestion qui nous a été faite de consolider les actions ordinaires environ six mois après le placement serait, à notre avis, très néfaste pour la stabilité du marché et contraire à l'intérêt des investisseurs sous le premier appel public à l'épargne et des actionnaires au moment de la consolidation. »*

Les requérants soutiennent que la Société n'en est plus à son premier appel public à l'épargne, que ses actions sont inscrites à la Bourse de Vancouver et que l'Instruction générale n° Q - 4 ne s'applique pas dans les circonstances. Ils considèrent que la Société ne vivra pas une situation unique, ayant relevé de nombreux cas similaires de sociétés inscrites à la cote de la Bourse de Toronto ou ailleurs, dont le nombre d'actions en circulation est très élevé et le cours inférieur à 1,00 $. Ils font aussi remarquer que plusieurs titres RÉA se négocient présentement à un prix inférieur à 1,00 $ et que le public est devenu familier avec cette situation, qui est un phénomène normal. Ils font valoir que la Commission semble attacher trop d'importance à la relation prix par action — nombre d'actions émises, et que d'autres paramètres ont une incidence plus fondamentale sur l'efficience du marché, à savoir la répartition des actions entre un grand nombre de porteurs et la diffusion de l'information pertinente concernant les activités et la situation financière des sociétés.

À l'appui de leurs arguments, les requérants ont fait appel à M. Robert Demers, courtier en valeurs mobilières et ancien président de la Bourse de Montréal. Dans son témoignage à titre d'expert, M. Demers a exposé les principes et les critères relatifs à l'efficience du marché. Il fait remarquer que les bourses n'ont pas établi de critères d'inscription concernant le prix minimal des actions d'une PME. Il exprime également l'opinion que les éléments les plus importants pour procurer un impact sur l'efficience du marché sont d'abord la disponibilité d'information pertinente sur les opérations de la Société, sur sa profitabilité et sa valeur financière et, en deuxième lieu, un nombre suffisant d'actionnaires participants pour leur permettre de prendre des décisions rationnelles. Quant au prix d'un titre à 40 — 50 cents, il considère que les aspects négatifs sont surtout au niveau de coûts d'entrée plus substantiels et de la plus grande volatilité que pour des cours plus élevés. Pour ce qui est du présent cas, M. Demers estime qu'une consolidation de l'ordre de douze à quinze fois aurait peut-être un impact sur l'efficience du marché et la rationalité des investisseurs, mais que la consolidation demandée à raison seulement d'une action nouvelle pour quatre ou cinq anciennes n'améliorerait pas l'efficience du marché.

Aussi invitée à témoigner à l'audience, Madame Beauchemin a souligné que les sociétés ayant un très grand nombre d'actions émises et dont le cours du marché est inférieur à 1,00 $ sont généralement dans une mauvaise situation financière ou sont perçues comme telles, que le marché de ces actions est spéculatif et volatil ou perçu comme tel, que les actions ne peuvent être négociées sur marge, et qu'un financement public leur est très difficile. Elles doivent alors procéder à une consolidation des actions qui entraîne une baisse des cours pour ces raisons. C'est pourquoi il faut restructurer le capital avant le placement, dans l'intérêt des épargnants, de la société et du bon fonctionnement du marché. Elle a expliqué et illustré à l'aide d'exemples qu'il serait inopportun et néfaste d'attendre six mois après le placement pour consolider les actions.

Quant au fait que de nombreux titres de sociétés du Régime d'épargne-actions du Québec se négocient maintenant à moins de 1,00 $, elle a fait remarquer qu'aucune d'entre elles n'a un nombre d'actions émises aussi élevé, et c'est là la grande différence. Toutes les émissions ont été placées initialement à au moins 2,00 $ l'action, les courtiers étant conscients des facteurs mentionnés précédemment. Dans les cas où le

cours a chuté, c'est à cause soit de difficultés financières, de résultats décevants ou d'une nouvelle appréciation du risque par les investisseurs.

À la lumière des témoignages, de l'analyse et de l'argumentation sur ce sujet, la Commission est raffermie dans sa philosophie de réglementation, dans l'intérêt des épargnants et dans son souci d'assurer le bon fonctionnement du marché, qu'un premier appel public à l'épargne par une petite ou moyenne entreprise du secteur commercial ou industriel ne doit pas être effectué dans un régime particulier propre aux « penny stocks ». Une telle structure n'est généralement pas appropriée.

C'est l'un des objectifs sous-jacents à l'article 8 de l'Instruction générale n° Q - 4, appliqué depuis de nombreuses années, qui se lit comme suit :

> *« La Commission ne permettra pas à une société d'exploration minière ou de mise en valeur qui a fait publiquement appel à l'épargne de se transformer en une entreprise du secteur secondaire ou tertiaire, sauf lors d'une restructuration du capital jugée acceptable par la Commission. »*

Le principal but visé consistait surtout à éviter l'abus, par des promoteurs qui détiennent un bloc de contrôle des actions d'une société, acquis à vil prix en vertu d'un régime très particulier, soit celui du financement de l'exploration minière, en transformant le plus souvent une coquille vide en une PME à caractère spéculatif, leur permettant du coup de réaliser des gains disproportionnés à leur mise de fonds au détriment des nouveaux souscripteurs qui subiraient une dilution immédiate.

Bien que cet article ait été élaboré avant le phénomène des prises de contrôle inversées, il conserve toute sa pertinence. Et, en l'espèce, nous sommes d'avis qu'il s'applique et que l'exigence du directeur était bien fondée en principe.

Cependant, nous avons accordé beaucoup d'importance à la réalité financière et économique de la Société elle-même. Les documents déposés comprennent une évaluation indépendante qui établissait la valeur de Coscient Inc. (l'entreprise acquise) à 5 600 000 $, au 31 mai 1988, fondée sur des projections de résultats pour 1988, 1989 et 1990. Or, ce qui n'est pas toujours le cas, les résultats réels pour la première moitié de cette période confirment ces projections et des prévisions mises à jour sont à la hausse. De plus, l'entreprise n'est pas en démarrage mais dans un stade de croissance bien établi et d'importance. Ces observations ne doivent en aucun cas être interprétées comme une appréciation de la qualité ou de la valeur de l'investissement; elles servent seulement à constater qu'il s'agit bien d'une entreprise rentable en exploitation active, et non d'un simple concept ou d'un projet, et que la contrepartie à l'émission d'actions a une valeur réelle.

C'est pourquoi, en définitive, nous croyons qu'il s'agit d'une exception qui confirme la règle, et nous ne nous opposons pas aux modalités de financement établies par les requérants. Mais c'est un cas d'espèce découlant d'un ensemble de circonstances très particulières et aussi un test et non un précédent.

Décision quant au 4e motif

En conséquence, la Commission dispense l'émetteur de l'application de l'article 8 de l'Instruction générale n° Q - 4.

> *« 5° Plus de 50 % du produit net du placement n'a pas d'utilisation précise contrairement aux exigences de la rubrique 5 de l'annexe 1 du Règlement; »*

Sur ce point, la Commission est satisfaite des explications fournies par la Société, dans les circonstances. En effet, le développement de nouvelles séries télévisuelles constitue l'activité courante de l'entreprise; dès lors il est raisonnable qu'une bonne partie du produit de l'émission serve à ces fins, et il n'est pas nécessaire ou opportun de dévoiler ces projets.

Décision quant au 5e motif

La Commission considère que l'information donnée quant à l'emploi du produit du placement est satisfaisante.

> *« 6° Le personnel de la Bourse de Montréal s'oppose à l'admission à la cote des actions ordinaires ce qui rend le placement des actions non admissibles au Régime d'épargne-actions; »*

Nous voulons d'abord éliminer tout malentendu possible, en soulignant que la présente audience a pour seul objet de réviser la décision du directeur, et non de statuer en appel d'une décision rendue par la Bourse.

Ce motif de refus est fondé sur les dispositions de l'article 965.24.1 de la *Loi sur les impôts* (L.R.Q., chap. I-3) au Titre VI.1 — Régimes d'épargne-actions, qui énonce :

> *« Une corporation admissible qui procède à une émission publique d'actions de son capital-actions, lesquelles font l'objet d'une stipulation à l'effet qu'elles peuvent faire l'objet d'un régime d'épargne-actions, est tenue de prendre les dispositions voulues pour que ces actions soient inscrites à la cote de la Bourse de Montréal au plus tard le soixantième jour suivant la date du visa du prospectus définitif ou de la dispense de prospectus relatif à leur émission. »*

Une telle condition a pour but d'assurer une certaine liquidité et par le fait même la visibilité des titres qui font l'objet d'un régime d'épargne-actions. Dans le présent dossier, la Bourse de Montréal a avisé les requérants, avant la date du prospectus définitif, qu'elle refuserait d'inscrire les titres de la société Le Groupe Coscient à sa cote.

Par ailleurs les requérants ont déposé au dossier de la Commission (lettre du 22 août 1989) une décision anticipée de la Direction générale de la Législation du ministère du Revenu établie en tenant compte que les titres de la société Le Groupe Coscient Inc. seront inscrits à la cote de la Bourse de Montréal. Le paragraphe 12 stipule que :

> *« Les actions de la Société sont présentement cotées à la Bourse de Vancouver. Cependant, à la date du visa de son prospectus définitif, la Société aura déposé auprès de la Bourse de Montréal une demande d'inscription afin que ses actions ordinaires soient inscrites à la cote de ladite Bourse et les actions ordinaires qui feront l'objet de l'émission projetée seront inscrites à la cote de cette Bourse dans les 60 jours suivant leur émission. » (Les soulignements ont été ajoutés.)*

Dans le présent dossier, la Commission ne juge pas approprié de se prononcer formellement sur l'impact fiscal d'un refus par la Bourse. Elle tient néanmoins à souligner que l'article 1049.1.1 de la Loi sur les impôts prévoit que le refus de la Bourse de Montréal d'inscrire une société à sa cote peut faire encourir à cette société une pénalité égale à 25 % du coût rajusté déterminé à l'article 965.6 de cette même loi. Une telle situation aurait pour effet de modifier la nature du placement et de mettre en cause l'intérêt des épargnants.

À la suite de l'audience, il est à prévoir que la Bourse prendra acte de la décision de la Commission sur les éléments pertinents du dossier d'inscription de l'émetteur, et qu'elle reconsidérera l'ensemble du dossier afin de confirmer ou de modifier sa décision initiale. Ce n'est qu'à ce moment que le directeur de l'Information devra s'enquérir de la décision définitive de la Bourse avant d'accorder un visa au prospectus.

Décision quant au 6e motif

Il y a lieu de reporter l'application de cette condition au moment du dépôt du prospectus dans sa forme définitive.

« 7° La protection des épargnants l'exige. »

Ce dernier motif de refus du visa du prospectus est la disposition essentielle habilitante de la discrétion du directeur, contenue au sixième paragraphe de l'article 15 de la Loi. Il sous-tend l'appréciation des divers éléments mis en cause ainsi que le jugement global exercé en fonction de l'intérêt public.

En l'instance, ayant disposé en faveur de l'émetteur quant aux cinq premiers motifs de refus du directeur, le 6e élément étant reporté, la Commission n'estime pas que la protection des épargnants nécessite son intervention.

Décision quant au 7e motif

Dans les circonstances, la Commission ne retient pas ce motif.

Le dispositif de la décision de la Commission a été prononcé oralement, sur convocation des parties, le 5 octobre 1989.

Séquoia, fiscalité et courtage immobilier inc., Séquoia, fiscalité et consultation immobilière inc. et M. Jean Paré

L'objet de l'audience[1]

L'audience tenue le 26 octobre avait pour but de faire réviser par la Commission, en vertu des dispositions de l'article 322 de la *Loi sur les valeurs mobilières* (L.R.Q., chap. V-1.1), la décision n° AJ-216-89 rendue le 4 octobre 1989, par le directeur des Affaires juridiques, Me Jacques Labelle, par laquelle il interdisait à Séquoia, fiscalité et courtage immobilier inc., ses dirigeants, salariés et mandataires, toute activité en vue d'effectuer une opération sur valeurs et interdisait à ceux-ci d'agir comme courtier en valeurs ou représentant d'un tel courtier, aux motifs que la société effectuait le placement de contrats d'investissement sans qu'un prospectus soumis au visa de la Commission n'ait été établi et sans que la société ne soit inscrite à titre de courtier en valeurs auprès de la Commission.

Les requérants

Séquoia, fiscalité et courtage immobilier inc. a été constituée en vertu de la Loi sur les sociétés commerciales canadiennes le 11 août 1988. M. Jean Paré est le président et l'unique actionnaire de la société, dont le bureau principal est situé au 1046 de l'avenue Bernard, à Outremont.

Le 2 juin 1989, la dénomination de la société fut modifiée pour Séquoia, fiscalité et consultation immobilière inc.

1° MM. Maurice Cusson, c.a. et Roland Côté, f.c.a. — Décision n° 89-C-0412, le 5 décembre 1989

Puisque les activités examinées portent sur toute la durée de l'existence de la société, nous référerons à l'une ou l'autre des raisons sociales par le nom « Séquoia », à moins que le contexte n'exige l'identification précise.

La question en litige

Il s'agit de déterminer si Séquoia et ses représentants effectuent le placement d'une forme d'investissement assujettie à la Loi sur les valeurs mobilières, en offrant au public des contrats d'investissement.

Ce terme est défini comme suit à l'article 1 de la Loi :

> *« Le contrat d'investissement est un contrat par lequel une personne s'engage, dans l'espérance du bénéfice qu'on lui a fait entrevoir, à participer aux risques d'une affaire par la voie d'un apport ou d'un prêt quelconque, sans posséder les connaissances requises pour la marche de l'affaire ou sans obtenir le droit de participer directement aux décisions concernant la marche de l'affaire. »*

Faits et témoignages

Les requérants, qui se présentent comme courtier en immeubles, sont spécialisés dans la vente, pour le compte de constructeurs, des quelques unités d'appartements en copropriété divise (condominiums) qui restent invendues. Ils exigent une commission de 10 % du vendeur, par comparaison au tarif de courtage immobilier usuel de 7 %, en contrepartie des frais plus élevés nécessités par leur méthode particulière de mise en marché.

Cette méthode comprend trois grandes étapes : le recrutement de clients-investisseurs, la préparation d'un dossier d'information et la ou les rencontres avec les personnes intéressées.

Les démarches varient selon qu'elles émanent du bureau de Montréal ou d'un représentant autonome situé à Sorel, mais elles suivent un processus comparable.

À Montréal, la recherche de clients se fait par télémarketing. Deux personnes, rémunérées sur une base horaire, sollicitent des individus à partir de listes de noms, recherchant leur intérêt à obtenir des renseignements additionnels concernant des abris fiscaux dans l'immobilier. Les candidats sont ensuite référés à un représentant de Séquoia.

Dans la région de Sorel, M. Jacques Galibois est un entrepreneur indépendant qui se présente comme conseiller financier et mandataire de Séquoia. Il sollicite des clients par correspondance, les invitant à une soirée d'information portant sur « la récupération de vos impôts » et la possibilité de « les transformer en immeuble en vous portant acquéreur d'une unité de condominium à revenu », pour laquelle « aucun comptant n'est requis ». À ces séminaires, M. Jean Paré, « concepteur du projet et président de Séquoia », expose les avantages découlant d'un tel mode d'investissement dans l'immobilier. Dans les jours qui suivent, M. Galibois ou ses agents tentent d'obtenir un rendez-vous avec ces personnes pour leur proposer un projet spécifique.

Dans les deux cas, la première rencontre avec les clients vise à les intéresser au principe et à leur expliquer le mécanisme d'achat-investissement y compris les avantages fiscaux, la rentabilité escomptée et le mode de financement, tant par une représentation orale qu'à l'aide d'un document de base appelé « dossier de promotion » (pièce n° 5, et pages 24 et suivantes des notes sténographiques).

Ce document comprend une maquette ou une photo de l'ensemble d'un projet immobilier, une description des immeubles et des plans des appartements (le tout obtenu du constructeur), un texte de deux pages préparé par Séquoia qui expose « les avantages d'acquérir un condominium », la reproduction d'une opinion standard d'un cabinet de comptables agréés au sujet des conséquences fiscales découlant de diverses dépenses inhérentes à l'opération, un article de journal traitant de l'effet de levier et un graphique commenté du rendement de l'immobilier comparé à d'autres formes d'investissement.

Lors de la deuxième rencontre, généralement, le représentant de Séquoia propose l'acquisition d'un appartement pour fins d'abri fiscal dans un ensemble immobilier spécifique, par exemple dans les condominiums « Les résidences du parc », « Les jardins de prestige », « Boulevard St-Michel » (pièce n° 9, 3 documents distincts, déposés en liasse), ou « Place Guillet » (pièce n° 12).

Ces divers documents d'information, dont aucun n'est signé ni daté, comprennent généralement une partie du dossier remis antérieurement (selon le cas) ainsi que de l'information additionnelle portant sur le projet visé. En règle générale, on y trouve ce qui suit : plan et devis du projet immobilier et des appartements avec une description, les textes décrits précédemment (les avantages d'acquérir un condominium et l'opinion fiscale), des projections financières établies par Séquoia sur une période se terminant en décembre 1997, fondées sur un prix moyen (car le prix réel variera en fonction de la superficie, du site et de l'aménagement intérieur de chaque appartement) et sur diverses hypothèses, et comprenant une estimation du « gain net après impôt » en supposant la revente de l'appartement à la fin de chacune des années, ainsi qu'une offre d'achat.

Selon les documents et les témoignages, les requérants offrent en vente un appartement pour fins de loca-

tion à utiliser comme un abri fiscal. Le mode de financement proposé est toujours le même : obtenir un financement à 100 %, de façon à bénéficier au maximum de l'effet de levier et des pertes fiscales. Il se répartit généralement comme suit : une mise de fonds initiale d'environ 15 % provenant d'un emprunt personnel, un emprunt hypothécaire de 80 % et un solde de prix de vente de 5 % garanti par une hypothèque de deuxième rang auprès du propriétaire-vendeur.

Le prix comprend des frais accessoires amortissables représentant environ 15 % du coût, énumérés comme suit (sans être quantifiés individuellement) dans un addendum qui fait partie intégrante de toute offre d'achat : « étude du dossier de l'acheteur, aménagement du terrain, étude des références de crédit ainsi que de la marge de crédit potentielle, présentation du projet d'achat d'un condominium (publicité, bureaux de vente et de location, etc.), négociations du financement, préparation du dossier pour la banque, préparation de la convention de copropriété, frais d'assistance payables et paiement incitatif à des locataires (peinture, etc.) ». De plus, l'énoncé des hypothèses sur lesquelles s'appuient les projections financières, dans chacun des dossiers déposés à l'audience, comprend les autres éléments suivants : honoraires et déboursés pour les honoraires de comptables et d'avocat, acte hypothécaire, frais de recherche (finder's fees). Selon le désir du client, on y incorpore le coût d'une garantie de location, optionnelle. Nous reviendrons sur ce point.

Les services offerts par les requérants, dès lors qu'un client est intéressé, sont assez bien décrits dans cette liste. L'exposé qui suit résume les témoignages quant à l'essentiel de leur déroulement.

Le représentant de Séquoia dresse d'abord un bilan personnel du client, sur la base de ses déclarations, et le transmet à la banque avec une demande de prêt personnel ou de marge de crédit. C'est la première étape, car si la banque refusait le prêt, la transaction ne serait pas possible. Le client a le choix de s'adresser directement à sa banque, mais peu ou pas le font. Le témoin Galibois a souligné qu'en général une négociation préliminaire globale a été faite auprès d'une institution financière, considérant entre autres le choix d'une banque qui consentirait plus particulièrement une marge de crédit dont les paiements mensuels ne requièrent que l'acquittement des intérêts. Lorsque le prêt est autorisé, la banque avise habituellement Séquoia, et non l'emprunteur directement. Le représentant de celle-ci en informe son client et l'accompagne parfois mais pas toujours pour la signature du prêt.

Ensuite, le client est invité par le représentant à se rendre sur le site du développement immobilier et à visiter un appartement modèle ou celui de son choix, selon le cas, et à signer une offre d'achat. Simultanément, son bilan personnel est transmis à l'institution hypothécaire prêteuse avec une demande. Encore ici il a le choix, mais les négociations préalables faites par Séquoia incitent à utiliser plutôt cette institution; par ailleurs, il peut y avoir la cession d'une partie de l'hypothèque du constructeur à l'acheteur. Souvent le client effectue sa demande de prêt hypothécaire lui-même. La signature de l'acte notarié suit, et le client devient propriétaire d'un immeuble divis, c'est-à-dire d'un condominium, et s'engage dans une convention de copropriété.

L'achat s'effectue au moyen d'un financement multiple à 100 %. Le mode de remboursement qui est expliqué aux clients comporte deux volets : les versements de capital et d'intérêt sur les emprunts hypothécaires proviennent en grande partie du revenu net de loyer, et le solde ainsi que les versements requis sur l'emprunt personnel sont réglés à même les économies de retenues d'impôts sur le salaire, découlant des projections financières et de l'abri fiscal, pour lesquelles Séquoia s'occupe de transmettre les formulaires prescrits aux autorités fiscales et à l'employeur. Il peut rester un léger surplus ou une insuffisance de trésorerie, dont nous reparlerons.

Là s'achève la relation d'affaires entre Séquoia et son client en rapport à la transaction effectuée.

Revenons maintenant à un élément important mentionné plus tôt : l'option de garantie de revenus de loyers. Deux références seront utiles :

1° Dans le texte intitulé « les avantages d'acquérir un condominium », compris au document d'information, l'article 6 se lit comme suit :

« Garantie de revenus (optionnelle). Le vendeur étant convaincu de la qualité des condominiums qu'il vous propose, prend à sa charge, si vous le désirez, d'obtenir un premier locataire pour chaque condominium. Si à la date des ajustements le vendeur n'avait pas loué le ou les unités du propriétaire, il s'engage à payer à l'acheteur une garantie de revenus pendant une période de deux (ou trois) ans. »

2° L'offre d'achat est plus explicite. Au chapitre 3 intitulé : Obligations du propriétaire-vendeur, l'article 3.2 se lit :

« GARANTIE DE LOCATION. Le propriétaire-vendeur offre à l'acheteur, s'il le désire, une garantie de location d'une durée de 24 (ou 36) mois (selon le cas) suivant l'enregistrement de l'acte notarié. Le montant mensuel de cette garantie sera de 0,0075 (%) du prix de vente total apparaissant en page 1 de la présente offre d'achat. Ce montant sera payable le 1er jour de chaque mois par le biais d'un chèque qui sera posté à l'acheteur. »

En pratique, tous les acquéreurs, à ce jour, se sont prévalus de cette option (M. J. Paré, p. 86). Le coût est incorporé au prix d'achat total (donc au financement total et à la base de la commission payable par le vendeur à Séquoia) ainsi qu'aux frais accessoires pour fins fiscales, et s'élève à 5 000 $ pour 24 mois ou à 6 000 $ pour 36 mois, selon le projet. Les projections financières tiennent déjà compte de ce coût ainsi que du revenu de loyer établi selon cette formule.

M. Jean Paré en illustre le fonctionnement dans son témoignage. On lit par exemple, à la p. 84 : « *Si on vend un condominium de 100 000 $, à .0075, ça fait 750 $ mensuel qui est garanti. Donc le condominium peut être loué 700 $ ou bien 650 $ ou bien 725 $, dans ces chiffres-là.* » Aux pages 93 et 94 il reprend le même exemple et ajoute : « *La différence entre les deux, c'est lui (i.e. le contracteur-vendeur) qui l'amortit naturellement.* » *Enfin, à la p. 95 :* « *La garantie va toujours être un montant un petit peu plus supérieur que le prix du loyer actuel.* » (ou du loyer anticipé en fonction du marché). Le constructeur-vendeur remet 24 ou 36 chèques postdatés à l'acheteur lors de la signature de l'acte notarié, et celui-ci les dépose auprès de l'institution prêteuse.

Parmi les avantages proposés, la perspective de gain éventuel n'est pas le moindre. À ce sujet, les documents d'information contiennent des statistiques sur le rendement annuel moyen de l'immobilier, et même l'énoncé suivant : « *Le rendement suite à l'achat d'un condominium est substantiel; en supposant que la propriété se vende après 10 ans, le rendement après impôt estimé sur la mise de fonds initiale pourrait excéder 30 % par année pendant les 10 ans.* » (Aucune précision n'est offerte pour soutenir cette assertion assez exceptionnelle). Par ailleurs, les projections financières montrent le « gain net après impôt » en supposant une augmentation annuelle de la valeur marchande de 6 ou 8 % et la revente à la fin de 1990, 1991... jusqu'à 1997. Ainsi par exemple, dans les trois cas proposés aux pièces P-9, la revente dès la fin de 1990 permettrait de réaliser un gain net après impôt se situant entre 10 200 $ et 11 200 $; il s'élèverait entre 20 200 $ et 22 900 $ à la fin de 1992 (soit après plus de trois ans) et entre 28 500 $ et 34 000 $ à la fin de 1994 (soit après plus de cinq ans), le tout basé sur une plus-value projetée de 6 % par année. Dans le cas du témoin St-Pierre, il avait noté un profit possible de 37 000 $ (en fait 37 500 $) après 5 ans pour un condominium Jardin de prestige, à Rivière-des-Prairies.

De plus, les plans proposés et les projections tiennent tous compte d'un refinancement hypothécaire périodique afin de régler le solde du prix de vente à l'échéance et de dégager des liquidités additionnelles nécessaires à l'auto-financement.

Appelé à témoigner, M. Damien St-Laurent, directeur du bureau de Montréal du Service du courtage immobilier, a confirmé que la firme Séquoia, fiscalité et courtage immobilier inc. a détenu un permis de courtier en immeubles du 31 août 1988 au 29 mai 1989. Le 25 septembre 1989, cette société faisant maintenant affaires sous la dénomination sociale de Séquoia, fiscalité et consultation immobilière inc., a soumis une demande de permis pour elle et son représentant M. Jean Paré, mais aucune décision n'a été rendue à ce jour.

Par ailleurs, la preuve présentée permet de constater que malgré l'interdiction initiale et le maintien de cette ordonnance par le directeur des Affaires juridiques de la Commission le 4 octobre 1989, les requérants ont continué à solliciter le public et à effectuer des opérations.

L'argumentation des requérants

En la résumant, il est difficile de rendre adéquatement la qualité de l'argumentation des procureurs des requérants. Ils ont deux prétentions principales. La première est à l'effet que l'activité des requérants relève exclusivement de la Loi sur le courtage immobilier (L.R.Q., chap. C-73). En second lieu, ils ont cherché à démontrer que les projets vendus ne constituent pas un contrat d'investissement au sens de la Loi sur les valeurs mobilières.

À leur avis, l'analyse des éléments de la définition fait bien ressortir les disparités. Sur le premier point : un contrat par lequel une personne s'engage; le deuxième : dans l'espérance d'un bénéfice qu'on lui fait entrevoir; et le quatrième : par la voie d'un apport ou d'un prêt quelconque, ils remarquent que ce sont des critères très généraux qui peuvent s'appliquer à presque toute acquisition pour fins d'investissement et donc autant à l'achat d'un immeuble que d'une valeur mobilière.

Les distinctions apparaissent au sujet du troisième élément de la définition : participer aux risques d'une affaire. Les requérants soutiennent que participer implique une notion de groupe, référant à quelque chose qu'on ne contrôle pas, ce qui n'est pas le cas ici puisque l'acheteur sera le propriétaire réel d'un condominium dont il pourra disposer à sa guise. De même, le résultat de l'investissement n'est pas lié. et ne dépend pas de la performance du promoteur ou du courtier. Il est facile de faire des vérifications au sujet des hypothèses de rentabilité, ce que plusieurs témoins ont fait d'ailleurs. En dépit du financement élevé, le risque est limité vu la valeur de l'actif tangible sous-jacent.

Passant à la première partie du dernier élément (à double volet disjonctif) : sans posséder les connaissances requises pour la marche de l'affaire, les procureurs soulignent que l'immobilier à revenu est un domaine courant, et que le mode de financement, la nature des déductions fiscales et même les projections financières sont faciles à comprendre même par un non-initié. De plus, il est facile de vérifier certains éléments et de consulter, et aucun témoin n'a semblé traumatisé par la complexité.

Quant à l'autre volet : ou sans obtenir le droit de participer directement aux décisions concernant la marche de l'affaire, il ne trouverait aucune application du fait que les clients n'ont jamais confié de mandat discrétionnaire au courtier, qu'ils ont effectué eux-mêmes les démarches importantes relatives à l'acquisition de l'immeuble et au financement de l'opération, et qu'ils n'ont conclu aucun contrat de gestion. Le contrat de garantie de revenus de location est une décision d'affaire indépendante.

Sur le fond, les procureurs des requérants s'appuient sur les critères jurisprudentiels établis par la Cour suprême du Canada dans l'arrêt *Pacific Coast Coin Exchange of Canada Limited c. La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario* (1978) 2 R.C.S. 112, pour faire ressortir que dans les cas en litige il n'y a pas d'entreprise commune, les profits ne dépendent pas des efforts d'autrui, il n'y a pas de mise en commun de fonds, et tant l'investissement que la gestion subséquente ne requièrent pas de connaissances très spécialisées. En effet, l'acquéreur achète un bien immobilier qu'il peut louer, habiter ou vendre, et le profit dépend principalement de l'évolution du marché immobilier et des avantages fiscaux, qui ne sont qu'un ajout, important certes.

Référant de plus à l'arrêt *R. v. MacKinnon and Canwest Financial Services Inc.* rendu le 1er décembre 1987 par la Saskatchewan Court of Queen's Bench (rapporté à 63 Sask. R. 317), ils soutiennent qu'ici aussi les personnes sollicitées « were primarily dealing with real estate ».

L'argumentation du personnel

Le procureur de la direction des Affaires juridiques dans son analyse et son interprétation arrive à une conclusion tout à fait opposée.

Vu la décision à laquelle la Commission est arrivée, il ne nous semble pas nécessaire de rapporter séparément l'argumentation de la direction.

Analyse par la Commission

À première vue, on peut prétendre que les investissements immobiliers proposés par les requérants ne sont pas assujettis à la Loi sur les valeurs mobilières (la « Loi ») mais plutôt à la Loi sur le courtage immobilier, et que la substance des transactions est principalement de nature immobilière, bien que la forme s'apparente au placement de valeurs mobilières. Cependant, une telle opinion ne résiste pas à l'analyse de la preuve et des témoignages et à l'interprétation de la Loi et de la jurisprudence.

En vue de déterminer s'il s'agit ou non d'un placement de contrats d'investissement, l'attitude constante de la Commission consiste à examiner l'ensemble de l'opération, les méthodes de vente utilisées et les déclarations faites aux acheteurs, en cherchant à identifier la réalité économique de l'investissement proposé, considérant ainsi la substance, au-delà de la forme.

Examinons d'abord en détail les activités des requérants et la nature de l'investissement proposé en regard de la définition de « contrat d'investissement ». Cette notion comporte cinq éléments.

1° *« Le contrat d'investissement est un contrat par lequel un investisseur s'engage » :*

Bien qu'il soit d'application très générale, cet élément n'est pas contesté.

2° *« Dans l'espérance du bénéfice qu'on lui a fait entrevoir » :*

Il s'agit ici de l'économie d'impôts, du revenu net de location et d'un gain possible en capital. Bien que cet élément soit aussi d'application très générale, il n'est pas contesté.

3° *« À participer aux risques d'une affaire » :*

L'affaire, c'est ici ce qui est proposé au public investisseur en général. C'est un programme complet d'investissement dans un abri fiscal immobilier. Ce que les requérants offrent, c'est un montage complexe dont les parties forment un tout. Il est théoriquement possible qu'un acquéreur éventuel déroge au plan, mais ce n'est pas réaliste car il accroît considérablement le risque que les projections financières ne se réalisent pas.

Si l'acquéreur préfère diminuer l'effet de levier et faire une mise de fonds personnelle, il se prive d'économies d'impôt. S'il préfère négocier un emprunt personnel ou un emprunt hypothécaire auprès de l'institution avec laquelle il fait affaire, le préposé au crédit sera sans doute moins favorable à un financement à 100 %; les témoignages mentionnent d'autre part des négociations globales et des ententes préalables entre Séquoia et certaines institutions financières. S'il refuse l'option de garantie de revenus de location, il n'est pas certain de trouver un locataire pour toute la période et surtout pour le même montant, puisque la garantie excède le cours normal du marché du loyer. De plus, s'il néglige de procéder au refinancement hypothécaire prévu, ou s'il ne peut l'obtenir, la trésorerie et ultimement la rentabilité subiront un très rude choc.

Les requérants prétendent que les personnes intéressées acquièrent en réalité un appartement comportant un abri fiscal important ou encore effectuent un investissement immobilier à revenus avec avantages fiscaux, à l'aide des conseils et des services d'un courtier en immeubles.

La réalité économique nous apparaît tout autre. En fait, elles souscrivent dans un « package deal ». Ce n'est pas ce qui arrive après la décision d'investir qui importe le plus, mais ce qui se passe avant et qui détermine et motive cette décision. Qu'est-ce qui est offert ou vendu aux personnes sollicitées et sur quoi ou qui s'appuient-elles ?

Trois témoins ont dit que leur objectif principal était l'abri fiscal et le gain de capital anticipé, sans aucun comptant et avec un minimum de tracas administratifs, l'immeuble assurant un risque minimal quant au capital. L'autre témoin, M. Giguère, voulait à la fois un appartement comme pied-à-terre futur et un abri fiscal.

C'est le montage du programme d'investissement par des spécialistes, structuré dans tous ses détails, y compris le choix d'un immeuble, le prix, un rapport d'évaluation d'un appartement « similaire » dans certains cas (voir pièce n° 9, St-Michel, et n° 12), les projections financières, la planification et les négociations relatives au financement, ainsi que les autres points énumérés à la liste des frais accessoires, qui est proposé. Et c'est bien ce qui est offert au public par la documentation et les séances d'information et de vente. Les personnes se fient aux déclarations des requérants et des experts qu'ils ont consultés pour prendre une décision qui leur fait assumer les risques d'une affaire ou d'un projet d'investissement, tel que conçu et proposé. Plus que cela, elles dépendent de l'expertise et de l'effort des requérants qui ont structuré toutes les facettes d'un programme et leur fournissent les conseils nécessaires jusqu'à ce que la transaction soit complétée.

La garantie de revenus de location est également un élément très important de ce montage et elle revêt un caractère particulier, voire exceptionnel. En effet, une garantie conventionnelle obligerait le garant (le constructeur) à indemniser l'investisseur dans le seul cas d'un défaut du locataire ou d'une vacance; c'est une sorte d'assurance. Il en est tout autrement en l'espèce, puisque le constructeur remet 24 ou 36 chèques tirés sur son propre compte en faveur de l'investisseur, en contrepartie d'un montant forfaitaire de 5 000 $ ou 6 000 $ imputable au revenu imposable. Il est important de souligner que le montant versé mensuellement par le garant est plus élevé que le montant réel qui sera payé par l'occupant. Dans l'esprit de certains investisseurs, un tel contrat pourrait même être assimilé à un contrat de gestion, vu qu'il assure un placement sans risque et sans tracas pour les prochaines années, en plus d'être une aubaine financière apparente. En quelque sorte, cette option fait partie intégrante du programme qui est proposé et de sa viabilité.

Nous croyons que peu de personnes accepteraient de s'endetter de 100 000 $ à 115 000 $ pour l'achat d'un appartement à louer sans avoir la quasi-certitude que non seulement l'immeuble vaut ce prix mais que surtout le risque énorme n'en est pas un, parce que cela fait partie d'un programme dont tous les éléments ont été prévus et organisés par des experts fiables. À ce moment, la garantie de revenus de location devient une véritable solution miracle, et la liberté de choix quant à cette option est plutôt théorique.

Qu'il s'agisse d'investissement et non d'acquisition d'immeubles est évident à l'examen de l'ensemble des méthodes de vente et des déclarations exposées en preuve. On suggère aussi la revente dans 3 ou 5 ans. En outre, le témoin M. St-Pierre fournit un exemple éloquent : alors qu'il avait manifesté son intérêt d'investir dans le projet de Rivière-des-Prairies, la représentante du requérant lui recommande « quelque chose de mieux pour moi », soit le projet boulevard St-Michel, vu que ce dernier génère un excédent mensuel de trésorerie de 13 $ alors que le premier accusait un déficit de 59 $ par mois. Rien de tout cela ne ressemble aux méthodes usuelles d'un courtier en immeubles dans le domaine résidentiel.

Dans cette recherche du sens à donner à l'expression contrat d'investissement, la Commission est consciente qu'elle n'est pas liée par les décisions des tribunaux étrangers, mais comme le soulignait le juge de Grandpré dans l'arrêt *Pacific Coast* (cité plus haut, page 126), il est sage de les consulter. Le procureur des requérants a soumis à l'attention de la Commission l'arrêt *R. v. MacKinnon and Canwest Financial Services Inc.* de la Saskatchewan Court of Queen's Bench (cité plus haut) à l'effet que la vente d'un appartement en copropriété divise n'était pas une valeur mobilière au sens de la loi de cette province. Nous sommes d'avis qu'il y a lieu de distinguer la situation présentée dans l'arrêt MacKinnon de notre affaire. En effet, la preuve soumise a amené le tribunal à conclure que les acheteurs avaient pour but principal d'investir dans l'immobilier. La preuve présentée devant la Commission démontre que les acheteurs ont pour but d'acquérir un abri fiscal et non un immeuble. Au plan de la preuve, il est également intéressant de noter que la décision de la Saskatchewan a été rendue dans un contexte de droit pénal, soit une preuve au-delà du doute raisonnable, tandis que la Commission est liée par le degré de preuve civile, c'est-à-dire la règle de la prépondérance des probabilités.

On retrouve plusieurs cas dans la jurisprudence américaine où les tribunaux ont élaboré divers critères pour tenter d'apprécier la réalité économique d'une transaction en vue de déterminer si elle constitue ou non un contrat d'investissement. Dans l'arrêt *Securities and Exchange Commission v. C.M. Joiner Leasing Corp.*, 320 U.S. 344 (1943), la Cour suprême des États-Unis énonçait :

> *« In applying acts of this general purpose, the courts have not been guided by the nature of the assets back of a particular document or offering. The test rather is what character the instrument is given in commerce by the terms of the offer, the plan of distribution, and the economic inducements held out to the prospect. In the enforcement of an act such as this it is not inappropriate that promoter's offerings be judged as what they were represented to be. » (p. 352)*

Nous avons aussi retenu l'arrêt Futura Development Corporation v. Centex Corporation (United States Court of Appeals, First Circuit, No. 84-1372, April 30, 1985; rapporté à C.C.H., Federal Securities Law Reports, Transfer Binder 1984-85, 92,024); bien qu'il s'agissait de décider si un certain type d'effet à payer constituait une valeur mobilière, le passage qui suit exprime bien le raisonnement pertinent :

> *« We believe that the investment/commercial test can best effectuate these purposes because it directly focuses on the investor's dependency on the efforts of others and the investor's dependency upon financial disclosures provided by the other party. Since the securities laws were designed to offer protection through disclosure, an assessment of the need for disclosure is obviously important in determining the need for coverage under the Acts. The risk capital approach focuses on the riskiness of the venture. Many investments, however, such as those involving markets in commercial paper are specifically designed to be low risk, yet such transactions were clearly intended by Congress to fall within the Acts. Moreover, the focus on the riskiness of the venture does not readily incorporate the disclosure needs of borrowers as well as lenders. » (p. 91,069)*

Nous insistons sur la dépendance des investisseurs à l'égard des requérants, tant pour leur expertise quant au montage d'un projet d'investissement particulier que pour l'information essentielle qu'ils fournissent, notamment aux plans de la fiscalité et des projections de rentabilité.

Nous sommes d'avis que la réalité économique de ce qui est proposé par les requérants et acquis par les acheteurs, c'est un programme d'investissement avec toutes ses caractéristiques, c'est-à-dire une « affaire », dont le support est un immeuble. C'est ce qui se dégage des témoignages.

4° « Par la voie d'un apport ou d'un prêt quelconque » :

Cet élément est évident et non contesté.

5° *« Sans posséder les connaissances requises pour la marche de l'affaire » :*

La marche de l'affaire doit s'entendre non pas uniquement de la gestion de l'investissement suite à l'achat, mais bien de l'ensemble du projet et des éléments déterminants qui servent de base pour en établir les structures essentielles et en assurer le bon fonctionnement et la réussite, et donc l'attrait pour convaincre un investisseur.

Ici, tous les éléments requis ont été déterminés quant à l'essentiel par les requérants et les décisions cruciales pour choisir, structurer, rentabiliser et mettre en marche le projet sont prises par le promoteur. L'investisseur, en somme, décide ou non de s'engager financièrement.

Dans un tel contexte, l'investisseur est dans une situation de dépendance à l'égard du courtier, et doit se fier en très grande partie sinon entièrement à son expertise et à sa bonne foi ainsi qu'aux représentations qu'il lui fait, constatant que la rentabilité de l'affaire dépend de la qualité de chaque composante proposée dont l'ensemble est interdépendant, et de la réalisation des hypothèses mises de l'avant.

Les personnes sollicitées possèdent-elles les connaissances requises ?

En première partie d'analyse de cette question, nous faisons nôtres les observations du juge Roger Lagarde dans l'affaire *Commission des valeurs mobilières du Québec c. Thorne, Riddell, Poissant, Richard, c.a.* (jugement du 17 avril 1985; district de Terrebonne, cause n° 700-27-007847-849), à la page 5 :

> *« Rappelons au départ que le Législateur a voulu, par la L.V.M.Q. protéger le monde ordinaire contre l'exploitation indue de certains promoteurs qui font miroiter des avantages et des bénéfices astronomiques suite à l'investissement de sommes importantes effectué à même des économies parfois longuement cumulées et complété la plupart du temps par un emprunt négocié auprès d'institutions financières.*
>
> *Je veux qualifier mon expression « monde ordinaire ». Il s'agit en l'occurrence d'individus qui, même s'ils sont professeurs, médecins, avocats et que sais-je encore, n'ont aucune connaissance et*

encore moins d'expérience dans le domaine des abris fiscaux, et plus particulièrement quand ils revêtent la forme d'un investissement dans l'immobilier, que la co-propriété soit divise ou indivise.

L'investisseur ordinaire n'a que faire de ces distinctions juridiques et fiscales. Il donne — parfois trop naïvement — sa confiance à ceux qui ont préparé, examiné, étudié et parfois torturé les brochures publicitaires pour les présenter sous leur meilleur jour et « extirper » dans bien des cas l'adhésion d'un grand nombre de gens qui mordent facilement à l'hameçon.

Le Législateur ne pouvant et ne voulant pas prévoir tous les cas d'espèce, a défini certains termes de façon assez générale et étendue, de manière à couvrir tout ce qui de près ou de loin constitue ou s'apparente à un contrat d'investissement, en vue de protéger dans toute la mesure possible le plus grand nombre de personnes ayant à transiger avec les professionnels de l'investissement. »

Ces observations trouvent entière pertinence dans le présent dossier. Ce qu'il faut surtout en retenir, c'est que les mesures de protection de la Loi sont nécessaires au moment de la sollicitation, de la formation des contrats et de la décision d'investir.

Il faut noter que les requérants sollicitent le public en général. Celui-ci comprend sûrement certaines notions du domaine de l'immobilier, d'emprunt et d'abri fiscal, mais nous sommes d'avis et nous avons constaté qu'il ne possède pas les connaissances requises pour apprécier la valeur et les risques de l'affaire dans laquelle il s'engage.

On a prétendu que les témoins entendus ont fait des vérifications et ont consulté. Cet argument est faible, car aucun n'a consulté un professionnel indépendant moyennant honoraires. En fait, les témoins se sont limités à obtenir un réconfort très général, soit sur les qualifications du courtier et la régularité de l'opération, ce qu'ont fait Mme Bourque et M. St-Pierre, soit sur le concept lui-même, ce qu'a aussi fait M. St-Pierre. Quant aux vérifications, Mme Bourque dit qu'elle aurait pu obtenir de la représentante des renseignements additionnels au sujet de l'évaluation.

Le témoin Germain Paré était naturellement méfiant et voulait vérifier les projections et réfléchir davantage. Bien qu'il avait été sollicité le 6 octobre, il n'a vérifié les projections du coût des taxes que deux jours avant l'audience (du 26 octobre) après avoir reçu un avis de convocation à témoigner. Il est d'avis que le montant de 1 354 $ prévu pour 1990 est sous-estimé d'environ 550 $, selon des renseignements généraux obtenus du service d'évaluation de la ville de Montréal. Il a aussi de sérieuses réserves sur le loyer indiqué de 850 $ par mois, pour un appartement d'environ 900 pieds carrés qui n'est pas au centre-ville.

En plus de vérifications essentielles de ce genre, de même que du prix de vente de ce même appartement par le constructeur deux mois plus tôt, si les témoins ou d'autres investisseurs possédaient les connaissances requises, et s'ils ne s'étaient pas fiés presque totalement aux déclarations des requérants, ils auraient pu au moins déceler quelques erreurs flagrantes et très importantes dans les projections comme nous l'avons fait en parcourant les documents d'information P-9 (3) et P-12.

Notamment, les revenus de loyer, établis en fonction du choix présumé de l'option, sont augmentés après son expiration au même rythme annuel de croissance, sans égard au fait que le montant probable sera nécessairement inférieur vu que la garantie est fixée arbitrairement à un montant supérieur. Aussi, dans trois cas sur quatre, on montre un coût d'assurances nul. Enfin, et de loin l'élément le plus important, les projections de « gain net après impôt » sont erronées parce qu'on n'a pas tenu compte des frais de courtage importants à la revente de l'immeuble, ni des impôts à payer à l'occasion de la disposition. Dans le projet Place Guillet, on a aussi omis tant l'intérêt que le remboursement du capital de l'emprunt personnel.

Quant au second volet, disjonctif, du dernier élément, à savoir « ou sans obtenir le droit de participer directement aux décisions concernant la marche de l'affaire », vu nos conclusions sur le premier, il n'est pas nécessaire de nous prononcer.

De cette analyse exhaustive, fondée en grande partie sur les critères d'appréciation établis dans l'affaire *Corporation Première Équité A.C.P. Inc.* (C.V.M.Q., décision n° 8307, du 29 mai 1987) à laquelle les procureurs des deux parties ont largement fait référence, nous concluons que les requérants offrent au public des contrats d'investissement assujettis à la Loi.

En outre, si le moindre doute pouvait subsister quant à notre appréciation de la preuve et à notre interprétation, nous sommes d'avis que les critères établis par la Cour suprême dans l'arrêt *Pacific Coast* (cité plus haut), à la page 127 :

« On doit donner à ce genre de législation protectrice une interprétation large qui tienne compte des réalités économiques qu'elle vise. L'élément décisif est le fond et non la forme. »,

et par la Cour supérieure dans l'arrêt *Commission des valeurs mobilières du Québec c. Les entreprises Québin Inc. et al.* (district de Montréal, cause n° 500-05-012682-785, 23 août 1978) aux pages 6 et 7 :

« Il ressort de cette jurisprudence qu'on doit définir et analyser un contrat en regardant au-delà de la forme de ce dernier pour déterminer s'il y a, en substance, transaction de valeurs mobilières et en examinant l'ensemble de l'opération, les méthodes de vente utilisées et les représentations faites aux acheteurs. »,

trouvent en l'instance tout leur sens et leur application, comme nous l'avons montré tout au long de notre analyse des faits et des témoignages et par notre interprétation de la Loi dans les circonstances.

Par ailleurs, il importe de noter que notre conclusion n'est pas infirmée du fait que les requérants prétendent être un courtier en immeubles qui accomplit des opérations immobilières. En effet, le cas est prévu au paragraphe (c) de l'article 1 de la Loi sur le courtage immobilier, où « l'expression 'opération immobilière' désigne l'achat, la vente, la promesse d'achat ou de vente d'un immeuble, l'achat ou la vente de telles promesses, l'échange ou la location d'un immeuble, la vente en bloc d'un fonds de commerce, le prêt garanti par hypothèque ou nantissement d'un immeuble, à l'exclusion de tout acte relatif à une valeur mobilière au sens de la Loi sur les valeurs mobilières. »

De même, dans l'affaire *Québin* (citée plus haut), le procureur des intimés avait plaidé (comme ici) que les transactions avaient toujours eu pour objet la vente d'un immeuble. S'appuyant sur les articles 375 et 376 du Code civil, il prétendit qu'on ne peut en aucune circonstance rendre meuble ce qui est immeuble. La Cour n'a pas retenu ces prétentions. Au contraire, elle exprima l'opinion que la Commission n'a pas excédé sa juridiction et qu'elle a rendu une décision conforme à l'interprétation qu'on doit donner aux dispositions de la Loi sur les valeurs mobilières en relation avec les faits prouvés et la jurisprudence (cf. pages 10 à 12 du jugement).

En conclusion, les épargnants ont besoin de la protection de la Loi afin d'assurer l'encadrement des intermédiaires qui les sollicitent, et de leur fournir des documents d'information complets, véridiques et clairs, ce qui est essentiel à leur prise de décision d'investissement.

La décision

La Commission décide que les formes d'investissement offertes au public par les requérants et leurs représentants constituent des contrats d'investissement au sens de la Loi sur les valeurs mobilières, et que les activités de toutes les personnes qui participent au placement sont assujetties à toutes les dispositions pertinentes de cette Loi.

En conséquence, la Commission maintient la décision du Directeur, avec les adaptations nécessaires, comme suit : la Commission interdit à Séquoia, fiscalité et consultation immobilière inc., ainsi qu'à ses dirigeants, salariés et mandataires, toute activité en vue d'effectuer une opération sur valeurs et leur interdit d'agir comme courtier en valeurs ou représentant d'un tel courtier, à l'égard du placement de tout contrat d'investissement, à moins qu'un prospectus n'ait été visé et que la société n'ait été inscrite à titre de courtier en valeurs auprès de la Commission.

Société en Commandite Cedarcroft-Oshawa

L'objet de l'audience [1]

L'audience tenue le 21 décembre 1989 avait pour but de faire réviser par la Commission, en vertu des dispositions de l'article 322 de la Loi sur les valeurs mobilières (L.R.Q., chap. V-1.1), la décision n° 2187-1-89 rendue le 15 décembre 1989 par le directeur de l'information, par laquelle il refusait de dispenser la Société en Commandite Cedarcroft-Oshawa (la Société) de l'application des articles 10 et 12 de l'Instruction générale n° Q - 2.

Les faits

La Société a été créée dans le but de construire, sur des terrains qu'elle se propose d'acquérir à Oshawa, Ontario, une résidence pour personnes âgées et de l'exploiter. Elle offre au public 735 parts de 5 000 $ pour un total de 3 675 000 $. Le coût total estimé du projet est de 12 180 000 $ et on prévoit le financer comme suit :

produit de l'émission	3 675 000 $
hypothèque de 1er rang	7 600 000
hypothèque de 2e rang	905 000
	12 180 000 $

Les frais accessoires, soit les frais d'émission, la commission du placeur pour compte, le profit potentiel sur la construction et les services initiaux, représentent 2 852 000 $ selon les calculs de la Direction de l'information déposés lors de l'audience (pièce P-5). Les frais accessoires sont payables au promoteur ou à des personnes associées au promoteur. Le montant investi dans l'immeuble est de 8 799 000 $ (pièce P-5).

La convention de société en commandite prévoit le versement de rémunération future à une personne associée au projet. Cette rémunération doit être de 25 % des distributions des bénéfices excédant 11 3/4 % de l'avoir net par an, de 25 % du produit net du refinancement et de 25 % du produit net à distribuer après récupération par les commanditaires de leur avoir net lors de la vente de l'immeuble.

1° Me Paul Fortugno, c.r. et M. Maurice Cusson, c.a. - Décision n° 90-C-0002, le 9 janvier 1990

Argumentation du directeur

L'article 10 de l'Instruction générale n° Q - 2 prévoit que le montant des frais accessoires ne peut être supérieur à 30 % du produit brut du placement, sous réserve d'un montant maximum de 14 % du montant investi dans les immeubles. Dans le présent cas, le montant des frais accessoires représente 90 % du produit brut ajusté du placement. L'ajustement, au montant de 509 000 $, représente les sommes retournées aux investisseurs et prélevées sur le fonds de roulement (219 000 $) et la garantie de revenu (290 000 $). De plus, le montant des frais accessoires représente 32 % du montant investi dans l'immeuble. Donc les frais accessoires représentent le triple du maximum permis en regard du produit brut du placement et plus du double en regard du montant investi dans l'immeuble.

L'article 12 de l'Instruction générale n° Q - 2 interdit toute rémunération future au promoteur ou à une personne associée au projet sauf une rémunération versée au gestionnaire lors de la vente de l'immeuble pour des services antérieurement rendus à titre de gestionnaire de l'immeuble. Notamment le promoteur ou une personne associée au projet ne peut obtenir une partie du produit de la vente ou du refinancement de l'immeuble ou recevoir un pourcentage des fonds réinvestis ou des fonds distribués par suite de la vente ou du refinancement de l'immeuble. En l'espèce, le commandité recevra une rémunération future. De plus, cette rémunération basée sur la distribution des bénéfices et du refinancement de l'immeuble est totalement interdite; quant à celle qui est basée sur la vente de l'immeuble, elle n'est pas acceptable parce qu'elle ne prévoit pas la récupération de 100 % de l'investissement initial des commanditaires majoré d'un pourcentage annuel cumulatif égal à 6 %.

Selon le directeur, l'Instruction générale a été établie pour protéger les épargnants et aucun motif exceptionnel n'a été avancé pour permettre d'y déroger.

Arguments de la requérante

La Société ne conteste pas les faits. Les frais accessoires dépassent les normes établies par l'Instruction générale et il est prévu de rémunérer éventuellement les promoteurs avec les bénéfices et avec le produit du refinancement ou de la vente de l'immeuble. Contrairement à d'autres projets où les promoteurs retirent leur argent immédiatement, les promoteurs restent ici attachés au projet jusqu'en 1996. Dans le profit potentiel des promoteurs inclus dans les frais accessoires, une somme de 905 000 $ ne pourra être encaissée avant septembre 1996. Quant à la rémunération future, elle n'est pas abusive parce que les promoteurs ne toucheront leur part qu'après que les investisseurs auront touché le rendement garanti.

La requérante admet que l'Instruction générale a été mise en place pour prévenir certains abus, toutefois, elle croit qu'elle devrait en être dispensée. D'ailleurs le placement a été autorisé dans deux autres provinces canadiennes et pour refuser la Commission devrait démontrer que la protection des épargnants est en cause ou encore qu'on est face à des pratiques déloyales et frauduleuses.

Analyse par la Commission

Des placements immobiliers, sous forme de contrats d'investissement ou de sociétés en commandite, se font au Québec depuis plusieurs années. Ces placements sont faits soit au moyen d'un prospectus visé par la Commission ou en vertu d'une dispense prévue par la Loi. Des abus avaient été constatés, notamment au niveau de la rémunération des promoteurs ou de personnes associées au projet et l'Instruction générale n° Q - 2 a été mise en place dans le but d'y mettre fin.

Les règles mises en place ont été élaborées à partir de celles établies par la North American Securities Administrators Association (Real Estate Programs, effective January 1, 1988). Cette association qui regroupe les diverses Commissions de valeurs mobilières des États américains, du Mexique et des provinces canadiennes a bénéficié de l'expérience de ces diverses commissions dans l'élaboration de ses règles. L'Instruction générale n° Q - 2 a de plus fait l'objet d'une longue consultation avec les professionnels du domaine de l'immobilier avant son adoption par la Commission.

Le double plafond prévu pour les frais accessoires au deuxième alinéa de l'article 10 de l'Instruction générale vise évidemment à éviter qu'une part trop importante des fonds recueillis auprès des épargnants ne soit affectée à ces frais qui sont payés généralement aux promoteurs et aux personnes associées aux projets et qui ne constituent pas un investissement susceptible de dégager une plus-value. Quant à l'interdiction de la rémunération future, elle se fonde sur le fait que les divers services fournis par le promoteur ou les personnes associées au projet sont déjà rémunérés à leur pleine valeur et que la totalité du bénéfice éventuel, quelle qu'en soit la cause, doit être distribuée à ceux qui supportent le risque de l'investissement en apportant leurs fonds.

En l'espèce, 90 % du produit brut de l'émission selon les calculs du directeur ou 79,51 % selon ceux de la Société va servir à rémunérer les promoteurs ou les personnes associées. Même si nous tenons compte du fait que 905 000 $ du profit potentiel des promoteurs ne seront touchés qu'en 1996 et que les frais accessoires seraient réduits à 1 947 000 $, ces frais représentent encore 53 % du produit de l'émission et

22 % du montant investi dans l'immeuble. On excède donc de beaucoup les normes même en tenant compte de l'argument que tous les profits des promoteurs ne seront pas payés immédiatement. À cela s'ajoute la rémunération future payable aux promoteurs ou aux personnes associées au projet, qui est interdite en vertu de l'article 12 de l'Instruction générale n° Q - 2.

L'écart par rapport aux normes prévues par l'Instruction générale est si considérable que la question posée n'est plus de savoir si les plafonds prévus par l'Instruction générale sont trop bas ou si les circonstances particulières du projet justifient une dérogation à ces plafonds, mais de déterminer le bien-fondé de l'existence de normes quelconques en ces matières, indépendamment du niveau précis des plafonds. En somme, la demande de révision de la décision du directeur revient à une demande de révision des dispositions en cause de l'Instruction générale n° Q - 2, puisque rien dans les faits allégués ne justifie, dans ce cas précis, de telles dérogations aux normes.

D'ailleurs, l'avocat de la Société a plaidé que, vu le renvoi à l'article 276 de la Loi contenu dans l'article 274, qui prévoit le pouvoir de la Commission d'établir des instructions générales, il incomberait à la Commission d'établir qu'un projet donné implique « des pratiques déloyales, abusives et frauduleuses », à défaut de quoi elle devrait accorder la dispense demandée.

Nous n'avons pas à nous prononcer sur le bien-fondé de cette argumentation dans la présente affaire, puisque le pouvoir discrétionnaire exercé par la Commission (voir l'article 274 de la Loi : « *à l'intérieur de la discrétion qui lui est conférée* ») ne trouve pas sa source dans l'article 276 de la Loi, mais dans l'article 15 de la Loi, qui prévoit le pouvoir de la Commission de refuser d'apposer son visa sur un prospectus. De la formulation de cet article, il ressort clairement que ce pouvoir est discrétionnaire : en effet, à côté de cas où la Commission ne fait que constater la non-conformité à la loi ou aux règlements, on en trouve d'autres où elle intervient en se fondant sur son appréciation de la probité des dirigeants de l'émetteur ou des exigences liées à la protection des épargnants. C'est donc vainement qu'on tente de restreindre le pouvoir discrétionnaire de la Commission en invoquant l'article 276 de la Loi, puisque le pouvoir discrétionnaire qu'a exercé la Commission trouve sa source dans l'article 15 de la Loi.

L'avocat de la Société n'a cependant pas attaqué directement le bien-fondé de l'Instruction générale et s'est limité à plaider que celle-ci ne devrait pas s'appliquer au projet en cause, mais sans invoquer, comme nous l'avons déjà relevé, de faits particuliers qui justifient une dérogation aux normes dans ce cas d'espèce. La Commission a déjà indiqué dans l'Instruction générale comment elle entendait exercer le pouvoir discrétionnaire prévu à l'article 15 de la Loi dans le cas d'un projet immobilier. La jurisprudence reconnaît la validité de telles normes, auxquelles on donne en droit administratif la désignation de directives, même en l'absence d'une disposition habilitante. À cet égard, il convient de rappeler un passage de l'opinion majoritaire dans l'affaire Capital Cities Communications Inc. c. C.R.T.C., [1978] 2 R.C.S. 141, p. 171 :

> *À mon avis, compte tenu de la grande portée des matières confiées au Conseil par l'art. 15 de la Loi ... il était tout à fait approprié d'énoncer des principes directeurs comme le Conseil l'a fait à l'égard de la télévision par câble. Les principes en cause ont été établis après de longues auditions auxquelles les parties intéressées étaient présentes et ont pu faire des observations. Sous le régime de réglementation établi par la Loi sur la radiodiffusion, il est dans l'intérêt des titulaires éventuels de licences et du public d'avoir une politique d'ensemble. Même si une telle politique peut ressortir d'une succession de demandes, il est plus judicieux de la faire connaître à l'avance.* »

Faute de toute argumentation tendant à montrer que la norme établie est mal fondée et vu l'absence de faits particuliers justifiant d'y déroger, la Commission doit conclure que le directeur était justifié de refuser la dispense demandée. Dans le projet en cause, il est prévu que la presque totalité des fonds recueillis auprès des épargnants passera en frais accessoires et qu'une rémunération future sera versée au commandité, lequel constitue, par application du paragraphe 1 de l'article 5 de l'Instruction générale, une personne associée au projet. La Commission estime qu'elle doit refuser de viser un prospectus portant sur ce projet, parce que « *la protection des épargnants l'exige* ».

Reste le fait que le placement a été autorisé dans deux autres provinces canadiennes. Quoique l'argument a une certaine portée en fait, il faut relever qu'il n'a aucune valeur en droit : la Commission exerce la discrétion qui lui est conférée en fonction de l'intérêt public tel qu'elle l'apprécie, sans être aucunement liée par l'appréciation que peuvent en faire les autres commissions. En fait, pourtant, elle tient généralement compte de la façon dont les autres commissions exercent leur discrétion et reconnaît qu'un certain degré d'uniformité est souhaitable.

En ce qui concerne les financements immobiliers, notre Commission est la seule qui a mis en place une instruction générale. Cela tient en partie au fait que les placements de ce genre sont encadrés par la Commission depuis bien plus longtemps que dans les autres provinces, en sorte que notre Commission a acquis une expérience considérable concernant les différents problèmes reliés à ces placements. Il convient de rappeler que ces normes ont été élaborées selon une procédure de consultation et sur le fondement des normes

établies par la *North American Securities Administrators Association*.

Du fait que deux autres commissions ont approuvé ce placement sans s'opposer aux frais accessoires et à la rémunération future, on ne peut sûrement pas déduire que notre Commission devrait fermer les yeux sur des pratiques qu'elle estime de nature à porter atteinte à la protection des épargnants. Dans ce cas précis, la Commission doit d'autant moins hésiter à faire cavalier seul qu'elle a établi une instruction générale pour remédier aux abus qui avaient été portés à sa connaissance.

Décision

En conséquence, la Commission maintient la décision du directeur de l'Information et refuse de dispenser la Société en Commandite Cedarcroft-Oshawa de l'application des articles 10 et 12 de l'Instruction générale n° Q - 2.

— *Les offres publiques*

Dans l'affaire
Cineplex Odéon Corporation

L'objet de l'audience [1]

L'audience a eu lieu le 21 avril 1989.

Les procureurs du groupe Charles R. Bronfman (décrit ci-après) ont demandé à la Commission des valeurs mobilières du Québec, en vertu de l'article 263 de la Loi sur les valeurs mobilières, de dispenser de l'application des dispositions des chapitres III et IV du Titre IV de la Loi, concernant les offres publiques, l'acquisition projetée par plusieurs personnes formant le groupe Drabinsky (décrit ci-après), de 7 264 926 actions ordinaires de Cineplex Odeon Corporation détenues par plusieurs personnes formant le groupe Bronfman, au prix de 17,50 $ l'action.

La demande de dispense était faite sur le fondement que cette opération respecte l'esprit, sinon la lettre, de l'article 123 de la Loi, qui se lit comme suit :

> *« Est dispensé de l'application des chapitres III et IV l'achat, sans offre à l'ensemble des porteurs, de titres d'au plus cinq porteurs par la voie de cessions de bloc, à un prix qui respecte une marge de variation de 15 % par rapport au cours de référence établi selon la méthode prévue par règlement. »*

D'autre part, MCA Inc., qui est un actionnaire important de la société, conteste ce point de vue et a demandé à la Commission de refuser d'accorder cette dispense. De plus, MCA Inc. s'oppose à la réalisation d'un second projet d'entente entre le groupe Drabinsky et le groupe Bronfman, signé le 13 avril 1989 et décrit dans un document intitulé « Schedule 13D », déposé auprès de la U.S. Securities and Exchange Commission, et a demandé l'intervention de la Commission pour bloquer aussi cette transaction en vertu de l'article 264 de la Loi.

Cineplex Odeon Corporation (« Cineplex ou « la société ») est un émetteur assujetti, constitué en vertu des lois de l'Ontario. Au 22 mars 1989, Cineplex comptait 24 017 551 actions ordinaires et 23 611 794 actions subalternes à vote restreint en circulation. MCA Inc. détient la totalité de ces dernières, qui constituent un peu moins de la moitié du capital et comportent le tiers moins un des droits de vote. Les actions ordinaires sont inscrites aux bourses de Toronto et de New York.

La première offre d'achat

Le groupe d'acheteurs (appelé « le groupe Drabinsky ») est formé des personnes suivantes : Garth H. Drabinsky, Myron E. Gottlieb, The Erin Mills Development Corporation, DCC Equities Limited, Jodamada Corp., Peter Steen, Timothy J.D. Hoare, Peter M. Brown, Paul A. Carroll, Gordon Capital Corporation et Sarlos & Zukerman Investment Fund Inc.

Le groupe de vendeurs (appelé « le groupe Bronfman ») comprend : Charles R. Bronfman, le sénateur E. Leo Kolber, James D. Raymond, Jack Richer, des membres de leurs familles et des sociétés fermées, des sociétés en commandite et une fiducie avec qui ces personnes ont des liens.

Bien que le nombre de vendeurs, lorsqu'on les compte individuellement, excède cinq, soit le maximum établi en vertu de la dispense d'effectuer une offre publique prévue à l'article 123, les procureurs des requérants prétendent que la Commission devrait considérer favorablement leur demande tenant compte de la raison d'être de la dispense dans le cas d'une entente privée et du fait que les vendeurs devraient être comptés comme deux groupes, à savoir les familles Bronfman, Kolber et Raymond, d'une part, y compris les sociétés en commandite Claridge et Pentrust, et la famille Richer d'autre part. À la limite, on pourrait compter cinq sous-groupes en considérant la répartition théorique entre leurs propriétaires véritables des actions de Cineplex détenues par les diverses entités (compagnies, sociétés en commandite et fiducie) et les liens d'affaires étroits établis de longue date.

1° MM. Paul Guy, Maurice Cusson,c.a., M° Paul Fortugno, c.r. et M. Roland Côté, f.c.a. — Décision n° 89-C-0149, le 19 mai 1989

On a fait valoir deux précédents. Dans le premier cas, *Bramalea Limited and Trizec Equities Limited, et al.* (décision du 20 juillet 1988 publiée dans (1988), 11 OSCB 4055), l'Ontario Securities Commission a accordé une dispense semblable dans une situation où l'entente privée d'achat d'actions ordinaires était conclue avec trois individus et dix sociétés fermées et fiducies. L'unique actionnaire de chaque société ou bénéficiaire de chaque fiducie était l'un ou l'autre des trois vendeurs, de sorte qu'au total on ne comptait que trois propriétaires véritables.

Quant au second cas, soit l'affaire *Morguard Investments Limited, et al.* (1987) O.S.C.B. 2073, il est sans intérêt ici, car l'offre était faite à 17 institutions qui détenaient 99 % des actions de la société visée. Celle-ci n'était pas non plus un émetteur assujetti.

En vue d'appliquer la règle utilisée dans l'affaire *Bramalea*, le personnel de la direction de l'Information de la Commission a dressé un tableau qui présente en détail les noms des actionnaires, commanditaires et propriétaires véritables des actions de Cineplex détenues par chacune des personnes physiques et morales nommées formant le groupe vendeur, que nous avons appelé « le groupe Bronfman ». Il est reproduit ci-après :

Actionnaire vendeur	Date de constitution	Actionnaires commanditaires, ou bénéficiaires	Nombre d'actions ordinaires détenues
Claridge Investment and Company, Limited (1)	1986	Charles R. Bronfman Trust (46,67 %) Charles R. Bronfman (22,03 %) Leo E. Kolber (13,91 %) James D. Raymond (13,91 %) Arnold M. Ludwick (2) (2,32 %) Andrea Bronfman (1,16 %)	2 616 032
Pentrust Holding & Company Limited	1986	Claridge Enterprise Inc. (91,16 %) Leo E. Kolber (3,44 %) James D. Raymond (3,44 %) Arnold M. Ludwick (2) (1,96 %)	1 268 975
Philotecton Canada Inc.	1979	Phyllis Lambert	314 107
Charles R. Bronfman Trust (3)	1942	Charles R. Bronfman et ses deux enfants majeurs	732 914
Charles R. Bronfman Andréa Bronfman		lui-même elle-même	572 321 55 000
ELK Investment Inc.	1955	Leo E. Kolber	90 250
Leo E. Kolber Sandra Kolber		lui-même elle-même	466 523 75 000
Feejay Corporation Canada Ltd. (4)	1970	James D. Raymond, son épouse Felice, ses enfants majeurs, John, Neil et Lorne	34 281

Actionnaire vendeur	Date de constitution	Actionnaires commanditaires, ou bénéficiaires	Nombre d'actions ordinaires détenues
Rayjad Investments Inc.	1983	James D. Raymond	157 200
James D. Raymond		lui-même	682 323
Richer Sorkin & Ass. (Canada) Inc. (5)	1966	Jack Richer, Naomi Richer	105 000
Richer Sorkin & Ass. (Alberta) Inc.	1982	Jack Richer et (Canada) Inc.	60 000
Jack Richer		lui-même	35 000

(1) Claridge Enterprise Inc. est une société détenue par Charles R. Bronfman (44,8 %), Leo E. Kolber (22,4 %), James D. Raymond (22,4 %) et Arnold M. Ludwick (10,4 %).

(2) Arnold M. Ludwick détient sa participation directement et indirectement via sa société de gestion.

(3) Charles R. Bronfman et Leo E. Kolber sont les fiduciaires de ce Trust.

(4) James D. Raymond contrôle la société à plus de 70 %.

(5) Richer Sorkin & Ass. (Canada) Inc. est détenue à part égale entre Jack et Naomi Richer.

À l'analyse, on constate que le groupe vendeur comprend 15 personnes distinctes, alors que dans l'affaire Bramalea les entités intermédiaires ne représentaient personne d'autre que les trois porteurs principaux eux-mêmes. De plus, dans la présente affaire, les membres de la famille des 5 principaux vendeurs, soit MM. Bronfman, Kolber, Raymond, Ludwick et Richer, sont tous des personnes majeures et détiennent des participations qu'on ne peut considérer comme nominales; l'un des conjoints siège même au conseil d'administration de Cineplex.

Les requérants allèguent que toutes ces personnes ont des liens très étroits et qu'elles agissent de concert (à travers les diverses entités énumérées) formant un bloc de contrôle effectivement dirigé par un plus petit groupe de 5 personnes ou moins.

Afin de soutenir ce point de vue, les requérants ont commenté l'histoire législative de la réglementation des offres publiques en Ontario et au Québec, ainsi que des rapports de comités d'étude et des autorités. Deux de ces rapports importants publiés en 1983 ont été particulièrement cités vu leur pertinence à la question débattue et leur applicabilité à la réglementation des offres publiques au Québec comme en Ontario. Le premier est intitulé : *Report of the Committee to Review the Provisions of the Securities Act (Ontario) Relating to Take-Over Bids and Issuer Bids* (« le rapport du Comité de révision »); l'autre est : *The Regulation of Take-Over Bids in Canada : Premium Private Agreement Transactions* (« le rapport du Comité professionnel »).

Dans le rapport du Comité de révision, on lit :

« *5.01 The most controversial provisions of the Act have been the exemption from the take-over bid requirements for a private agreement made with fewer than 15 security holders and not made generally to security holders, and the requirement that a purchaser who acquires securities pursuant to the private agreement exemption at a price greater than 115 % of the market price make a « follow-up offer » to the remaining shareholders of the offeree issuer at a consideration equal to that paid under the private agreement. The private agreement exemption has always been controversial because of the opportunities it provides for unequal treatment of shareholders of the same class. One of the Ontario Legislature's responses to this opportunity for unequal treatment was to impose the follow-up offer obligation in the Act.*

5.02 We have retained the private agreement exemption in the Draft. We believe that this exemption is necessary to permit, within appropriate limits, transactions in the significant blocks of security holdings which mark the Canadian corporate economy. We have removed the follow-up offer obligation but prohibited purchases made pursuant to the private agreement exemption which are effected at a price exceeding 115 % of the market price unless at the date of the offer to acquire the purchaser owned voting securities to which were attached at least 50 % of the then outstanding voting rights. We believe that this limitation, along with the integration provisions discussed in more detail in Section Six of this report, will permit significant block transactions to occur without allowing the unequal treatment deplored by critics of an unrestricted private agreement exemption. »

Pour sa part, le rapport du Comité professionnel, en plus de recommander l'abolition du concept d'offre subséquente, préconisait la réduction de 14 à 5 du nombre de personnes visées par la dispense relative à une transaction privée, commentant ainsi :

> *« In the Committee's view, it is very unusual for more than five persons or companies to be genuine members of a controlling group. Extending the number beyond five detracts from the organized markets and invites privileged participation by shareholders who merely have an association with the offeror or a major selling shareholder. » (Page 40)*

Les commissions de valeurs mobilières ont opté pour le type de recommandations contenues dans le rapport du Comité professionnel qui visait entre autres à limiter la prime, lors d'une transaction privée, au groupe restreint de vendeurs qui détiennent le contrôle (par exemple, les fondateurs de l'entreprise). Cela a donné lieu aux modifications apportées à la dispense qu'on retrouve dans la Loi actuelle à l'article 123, de même qu'à l'article 92(1)(c) de la loi ontarienne.

La réglementation des offres publiques a évolué considérablement au cours des années en fonction de l'expérience. Cependant, elle s'appuie toujours sur trois principes fondamentaux, à savoir : 1° l'égalité de traitement des actionnaires de la société visée; 2° l'information adéquate aux porteurs de la société visée; 3° des délais raisonnables pour qu'ils puissent prendre une décision réfléchie.

Or, les dispenses prévues par la Loi constituent un régime d'exception qui permet à certaines personnes d'échapper aux obligations qui leur seraient autrement imposées. Lorsqu'elles dérogent à un principe fondamental, comme dans la présente affaire où l'article 123 permet des ententes privées à certaines conditions, par dérogation au principe de l'égalité de traitement des actionnaires, les dispositions d'exception s'interprètent de façon restrictive. Comme le rappelle le professeur Pierre-André Côté dans son ouvrage *Interprétation des lois* (Montréal, Éditions Yvon Blais, 1982, p. 439) :

> *» Le principe voulant que les dispositions d'exception s'interprètent et s'appliquent de façon restrictive est souvent invoqué à l'égard de dispositions d'une loi qui dérogent aux principes que celle-ci énonce. »*

Quant à la notion de groupe, d'alliés, de personnes ayant des liens entre elles ou agissant de concert, elle n'est pas du tout dans l'esprit de la dispense prévue à l'article 123. On la retrouve uniquement du côté de l'initiateur (cf. l'article 111 de la Loi) car elle vise à étendre l'application de la Loi. Cette clarification apportée à ce sujet en 1984 était d'ailleurs conforme à la recommandation 2.06 du rapport du Comité de révision. L'objet de l'article 123 est bien différent : il précise et restreint la dispense en considérant le nombre de porteurs visés, c'est-à-dire les vendeurs. Sur cet élément crucial, l'argumentation des requérants est mal fondée.

Enfin, le procureur du personnel de la Commission ne partage pas l'opinion des requérants. À son avis, l'opération proposée contreviendrait à la lettre et à l'esprit de la dispense prévue à l'article 123, et ne saurait justifier l'interprétation avancée ni l'octroi d'une dérogation dans les circonstances.

En tout état de cause, après avoir bien analysé les faits et considéré les arguments, la Commission conclut qu'il n'y a pas lieu dans le présent cas d'accorder d'exception à la règle stricte prévue par la dispense ni de déterminer que les personnes visées puissent être assimilées à un groupe d'au plus cinq porteurs.

La deuxième offre

Dans un document intitulé « Schedule 13D » dont une copie fut déposée auprès de la Commission le 19 avril 1989, après que l'original eut été déposé par Cineplex auprès de la Securities and Exchange Commission des États-Unis, est inclus le texte signé le 13 avril 1989, d'un deuxième contrat intervenu entre le groupe Drabinsky (les acheteurs) et le groupe Bronfman (les vendeurs).

À la page 27 de la « Schedule 13D », il est déclaré que cette entente signée remplace la première entente dite verbale du 9 avril, qui a été étudiée précédemment.

Cette nouvelle offre d'achat représente une modification de la première. Elle est faite à 5 porteurs : Claridge Investments and Company, Limited; Pentrust Holdings and Company, Limited; Charles R. Bronfman; James D. Raymond; et The Charles Rosner Bronfman Trust, qui détiennent 5 872 565 actions ordinaires de Cineplex, au prix de 17,50 $ par action. De plus, les acheteurs promettent une compensation monétaire pouvant atteindre 1,2565 $ l'action aux porteurs résiduels du groupe Bronfman, si ces derniers vendent autrement les actions qu'ils détiennent à un prix inférieur à 17,50 $.

Par ailleurs, cette deuxième entente stipule que le groupe vendeur et le groupe acheteur réaliseront l'opération complète telle qu'elle avait été établie initialement, si les autorités en matière de valeurs mobilières accordent la dispense nécessaire.

Les procureurs des vendeurs et des acheteurs ont confirmé que leur requête auprès de la Commission portait seulement sur la première offre. À leur avis, la deuxième offre ne nécessiterait pas une dispense spécifique de la part de la Commission car elle satisferait aux paramètres établis à la dispense prévue à

l'article 123 de la Loi, puisque l'offre d'achat n'est faite qu'à cinq porteurs. La clause compensatoire prévue pour les autres n'est qu'un arrangement ou une contrepartie accessoire pour indemniser les autres membres du groupe, le cas échéant. Les procureurs ont reconnu que la deuxième offre est intimement liée à la première, qu'on ne peut les séparer et qu'il s'agit d'une solution pour régulariser la transaction.

Les procureurs de MCA Inc. s'opposent à la deuxième proposition, considérant qu'en substance cette solution équivaut à la première et semble être une tentative de contourner l'esprit et la lettre de la dispense.

Le personnel de la Commission, pour sa part, est d'avis que la deuxième offre contreviendrait à la réglementation des offres publiques.

En analysant les modalités de la deuxième offre, la Commission constate d'abord que les cinq vendeurs visés représentent encore plus que cinq actionnaires véritables de Cineplex. En outre, la contrepartie ou compensation offerte aux autres membres du groupe a pour effet d'accorder à certains porteurs un avantage qui n'est pas offert à l'ensemble des actionnaires. La Commission est d'avis que la compensation offerte aux autres actionnaires du groupe est partie intégrante de la contrepartie qui serait consentie aux cinq porteurs, et de cette façon la réalisation de cette entente contreviendrait aux dispositions sur les offres publiques.

La décision

Après avoir examiné les faits, entendu les arguments de toutes les parties concernées et délibéré, la Commission décide comme suit :

1° La Commission refuse la demande faite le 4 avril 1989 en vertu de l'article 263 de la Loi, par les procureurs du groupe Bronfman, de dispenser de l'application des dispositions des chapitres III et IV du Titre IV de la Loi, concernant les offres publiques, l'acquisition projetée par plusieurs personnes formant le groupe Drabinsky, de 7 264 926 actions ordinaires de Cineplex Odeon Corporation détenues par plusieurs personnes formant le groupe Bronfman.

La Commission estime qu'une telle dispense, dans les circonstances, porterait atteinte à la protection des épargnants et au bon fonctionnement du marché des valeurs, considérant notamment que l'acquisition proposée par entente privée, sans qu'une offre soit faite à l'ensemble des porteurs, déroge aux critères restrictifs établis à l'article 123 de la Loi.

2° La Commission, saisie d'un second projet d'entente entre le groupe Drabinsky et le groupe Bronfman, signé le 13 avril 1989 par les deux parties et décrit dans le document intitulé « *Schedule 13D* », déposé auprès de la Securities and Exchange Commission et produit lors de l'audience, et saisie également de la demande d'intervention de MCA Inc., qui s'oppose à la réalisation de cette entente, décide que ce projet d'entente ne respecte pas les conditions de la dispense prévue à l'article 123 de la Loi, en sorte que sa réalisation contreviendrait à la réglementation des offres publiques.

3° La Commission exige que lui soit soumis au préalable tout nouveau projet d'entente qui serait élaboré un vue d'atteindre les fins poursuivies (soit la vente de la participation du groupe Bronfman et son acquisition par le groupe Drabinsky), et qui ferait intervenir la dispense prévue à l'article 123 de la Loi.

Le dispositif de la présente décision a été rendu le 24 avril et communiqué le lendemain aux personnes concernées.

Hees International Bancorp Inc. et Great Lakes Group Inc.

L'objet de l'audience [1]

La Commission a tenu une audience publique, le 14 juin 1989, sur la demande de dispense présentée par Hees International Bancorp Inc. (Hees).

Great Lakes Group Inc. (Great Lakes) et Trilon Financial Corporation (Trilon), deux émetteurs assujettis faisant partie du même groupe ont annoncé une entente entre les deux sociétés selon laquelle Great Lakes céderait à Trilon le secteur banque d'affaires (*investment banking*) de ses activités, en échange d'un ensemble déterminé d'actions de diverses catégories de Trilon.

Dans le cadre de cette opération, Hees, principal actionnaire de Great Lakes, a convenu avec la direction de Great Lakes de mettre en place deux mécanismes visant à protéger les actionnaires de Great Lakes contre les risques de perte : d'abord, un service, offert par l'intermédiaire d'un courtier, de maintien du cours de l'action de Great Lakes à 20 $, le courtier pouvant revendre à Hees les actions qui pourraient lui rester au 31 décembre 1989, ensuite une indemnisation des actionnaires de Great Lakes qui auraient réalisé une perte de la revente d'actions acquises avant l'annonce de l'opération.

1° MM. Paul Guy, Maurice Cusson, c.a., Me Paul Fortugno, c.r. et M. Roland Côté, f.c.a. — Décision n° 89-C-0222, le 28 juin 1989

Hees demande une dispense des dispositions sur les offres publiques et des dispositions de l'Instruction générale n° Q - 12 à propos des opérations sur les actions de Great Lakes effectuées en vertu de l'application de ces deux mécanismes.

Rappel de certains faits importants

Great Lakes a procédé à un appel public à l'épargne au moyen d'un prospectus en mai 1987, en émettant 4 600 000 actions ordinaires à 22 $ chacune, dont 455 700, soit environ 10 %, furent placées au Québec. Ses actions ordinaires sont inscrites aux bourses de Montréal et de Toronto.

Hees, société contrôlée à 42 % par Edper Enterprise Ltd. (Edper), détient directement et indirectement environ 68 % des actions ordinaires de Great Lakes. La Banque Canadienne Impériale de Commerce (BCIC) en possède 16 %.

Trilon est détenue à 46 % par Brascan Limited, elle-même détenue à 49 % par Brascan Holdings Inc., qui est contrôlée à 50,1 % par Edper (le complément de 49,9 % appartient à Hees). Branscan possède aussi un intérêt important dans une partie des actions que contrôle Hees.

La transaction projetée est soumise à l'approbation des actionnaires de Great Lakes et elle doit aussi recevoir l'appui de la majorité de la minorité. La BCIC, qui détient environ 52 % des droits de votre rattachés aux actionnaires minoritaires, a annoncé qu'elle n'exercera son droit de vote que pour la moitié environ, en faveur de la résolution spéciale, de manière à ne pas rendre illusoire celui des autres minoritaires..

La circulaire d'information du 5 juin 1989, établie en vue de l'assemblée spéciale des actionnaires du 30 juin, décrit longuement la transaction proposée ainsi que les mesures qui font l'objet de l'audience.

Le but des mesures proposées

Le conseil d'administration de Great Lakes (à l'exception de ceux qui ont un intérêt dans cette transaction et qui se sont abstenus de voter) recommande aux actionnaires d'approuver cette transaction.

Par ailleurs, les membres de la haute direction de Great Lakes et de Hees, qui en est le principal actionnaire, sont conscients que certains actionnaires pourraient vouloir vendre leurs actions à cause de la modification importante qui en résultera, tant dans l'orientation des activités que parmi les dirigeants de la société. Ils sont soucieux d'assurer à ces actionnaires un marché liquide et une protection contre le risque de perte.

C'est ainsi que Hees a établi les deux mesures suivantes en vue de protéger les actionnaires :

1° Hees a conclu une entente avec le courrier Wood Gundy afin que ce dernier achète à au moins 20,00 $ toutes les actions qui pourraient être offertes en bourse sans trouver d'autre preneur, jusqu'au 31 décembre 1989. À cette date, Hees rachètera de Wood Gundy toutes les actions qu'il n'aura pu revendre à des tiers et dont il voudra se départir, au prix de 20,00 $ plus les frais. C'est le mécanisme de maintien du cours de l'action (*market making facility*);

2° Hees désire rembourser la perte de capital encourue par toute personne qui était porteur d'actions de Great Lakes le 14 avril 1989 (le jour de l'annonce) et qui aura vendu ses actions entre la date de clôture de la transaction et le 31 décembre 1989. C'est le mécanisme d'indemnisation des actionnaires (*capital protection plan*).

Dans son témoignage, M. H. Sanford Riley, chef des opérations de Great Lakes Group Inc., a insisté sur l'objectif principal : protéger les actionnaires minoritaires.

Considérant qu'il s'agit d'une transaction importante entre deux sociétés du même groupe (Edper), on veut s'assurer qu'elle soit équitable et qu'elle soit aussi perçue comme telle. Diverses dispositions ont été prévues à cet effet. De plus, considérant qu'il n'est pas souhaitable que des épargnants déçus du changement d'orientation de la société soient désavantagés à cause du marché peu actif sur les actions de Great Lakes, Hees a conçu un plan ingénieux dans le but de favoriser une redistribution large des actions, car elle ne désire pas accroître sa participation dans Great Lakes.

L'application des dispositions réglementaires

Les mesures proposées entraîneraient l'application des dispositions suivantes :

1° tout achat par le courtier en vertu du mécanisme de maintien du cours déclencherait une offre publique, le courtier et Hees agissant de concert en vertu de l'article 11 de la Loi;

2° l'achat par le courtier des actions de Great Lakes et leur vente subséquente peuvent constituer un reclassement assujetti aux conditions du troisième paragraphe de l'Instruction générale n° Q - 12;

3° le maintien du prix des actions à 20,00 $ peut constituer une opération visant à faire ou à stabiliser le cours de ces actions, ce qui est interdit en vertu de l'article 250 du Règlement;

4° les deux mesures proposées pourraient être assimilées à des déclarations interdites qui constituent des infractions décrites aux paragraphes 1° et 2° de l'article 199 de la Loi;

5° le rachat éventuel par Hees d'actions de Great Lakes acquises par le courtier constituerait une offre publique d'achat par un initié.

Analyse de l'argumentation

Il ne semble pas approprié de reprendre le débat en détail. Plusieurs motifs et arguments sérieux ont été avancés. Dans les circonstances, toutefois, nous préférons nous limiter à l'essentiel.

Les requérants invoquent essentiellement la protection des actionnaires minoritaires, pour justifier les dispenses demandées en vertu du large pouvoir discrétionnaire accordé à la Commission par l'article 263 de la Loi.

Ils ont tenté de convaincre la Commission qu'elle doit accorder les dispenses demandées car cela assurera une meilleure protection des actionnaires minoritaires, et qu'un refus de sa part irait à l'encontre de la protection des épargnants.

La Commission n'accepte pas ces arguments.

Il faut s'interroger sur la véritable nature des mesures particulières proposées et sur leurs conséquences, dans le cadre de l'économie de la Loi.

Les principes fondamentaux qui visent à assurer la protection des épargnants sont d'une part l'existence d'un marché libre, d'autre part l'information complète.

Or, le plan proposé a pour effet de fixer arbitrairement un cours minimum et, à toutes fins utiles, de pertuber l'établissement d'un cours du marché durant six mois.

On a prétendu que le cours du marché ne reflète pas la valeur intrinsèque d'un titre, et que de surcroît dans le cas de Great Lakes le marché est peu liquide. Pourquoi alors avoir choisi 20 $? A-t-on considéré une valeur autre que le cours des actions de Trilon données en contrepartie ? Enfin, bien que les opérations boursières sur Great Lakes ne soient pas toujours nombreuses, il est remarquable que 5 344 000 actions aient changé de mains en 1987 et 962 000 en 1988. Ces chiffres doivent être rapprochés au placement de 4 600 000 actions en 1987 et au total de 6 914 750 actions en circulation non détenues par des initiés au 25 mai 1989. On peut raisonnablement anticiper que les mécanismes proposés rendront le marché moins liquide et moins efficace.

Il existe une solution de rechange logique et normale aux deux mécanismes proposés : l'information complète pertinente. La direction de Great Lakes n'a pas fourni à ses actionnaires l'évaluation de la transaction, ni de la société, y compris l'impact sur sa rentabilité future du transfert de six dirigeants et de la réorientation de la société. Comment ceux-ci peuvent-ils apprécier la transaction ? Si elle est avantageuse pour la société dans son ensemble, pourquoi faudrait-il un plan de sauvetage ? La société doit plutôt, dans l'intérêt de ses actionaires, leur donner toute l'information nécessaires à une prise de décision éclairée quant aux conséquences de la transaction. D'ailleurs, il est fréquent que des transactions semblables soient réalisées par des sociétés ouvertes et qu'on laisse le marché réagir librement. L'opinion d'un courtier (*fairness opinion*) n'est pas un substitut suffisant.

L'analyse va plus loin. Il est possible, dans les circonstances, que les craintes s'avèrent fondées et que Hees doive éventuellement racheter du courtier un grand nombre d'actions de Great Lakes, même si ce n'est pas son intention, ce qui constituerait une offre publique d'achat par un initié effectuée à retardement sans les protections normalement disponibles pour les porteurs, principalement quant à l'évaluation. D'autres facteurs pourraient survenir durant les six prochains mois, tels que une chute boursière ou un fait important affectant la société, qui provoqueraient le même résultat.

Au cours de l'audience, le personnel de la Commission a attiré notre attention sur certains autres éléments qui mérient d'être soulignés.

Aux pages 22 et 23 de la circulaire d'information, il est mentionné que les six dirigeants qui passeront de Great Lakes à Trilon devront rembourser dès leurs démission les prêts que la société leur a consentis pour acheter des actions de la société. Les prêts totalisent 8 407 035 $ et représentant 656 670 actions.

Pour ce qui a trait au vote de la majorité des actionnaires minoritaires, le personnel souligne que les deux mesures de protection proposées en même temps ont pour effet d'influencer indûment ceux-ci à voter en faveur de la résolution qui autorise la transaction, puisqu'elles leur fournissent un moyen de ne pas perdre.

Quant à la nécessité des mécanismes proposés, eu égard à la possibilité que certains actionnaires préféreraient vendre leurs actions vu le changement de direction de la société et à l'inefficacité présumée du marché de ses titres, une analyse des opérations en bourse effectuées depuis l'annonce initiale de la transaction alors que le plan de protection n'était pas mentionné, jusqu'à son annonce et même jusqu'au 12 juin, n'a pas révélé de panique ni d'opérations exceptionnelles.

En conclusion, la Commission est-elle fondée d'autoriser des dérogations à la réglementation normale du marché ? La Commission ne le croit pas. Cela dit, il est opportun de préciser que l'intention des requérants n'est pas critiquée. Mais la méthode choisie ne nous apparaît pas compatible avec les règles fondamentales destinées à assurer le bon fonctionnement du marché et la protection des épargnants.

La décision

La Commission décide de ne pas accorder les dispenses qui avaient été demandées par Hees International Bancorp Inc. en vue de mettre en place deux mécanismes de protection contre les risques de perte : un service de maintien du cours de l'action de Great Lakes Group Inc. et une indemnisation de pertes éventuelles des actionnaires de Great Lakes Group Inc. Ces deux mécanismes avaient été envisagés dans le cadre de l'opération par laquelle Great Lakes Group Inc. céderait à Trilon Financial Corporation son secteur banque d'affaires (*investment banking*).

La Commission fait savoir aux parties que, dans le contexte de la réglementation par les provinces d'un marché unique, qu'on ne peut décomposer en segments provinciaux, elle trouverait inacceptable que ces mécanismes soient mis en oeuvre dans les autres provinces, d'autant que cette mie en oeuvre aurait pour effet de déclencher une offre publique dont seraient exclus les actionnaires du Québec. La Commission annonce que, se ces mécanismes sont mis en oeuvre dans les autres provinces,. elle convoquera les sociétés Hees International Bancorp Inc. et Great Lakes Group. Inc. ainsi que leurs dirigeants à une audience en vue de déterminer s'il y aurait lieu de leur retirer le bénéfice des dispenses prévues par la Loi sur les valeurs mobilières et de leur interdire toute opération sur valeurs.

Fait à Montréal, le 28 juin 1989.

Le dispositif de cette décision a été rendu et publié le 15 juin 1989.

2. Le marché des valeurs mobilières

— *L'inscription*

Cours sur les organismes de placement collectif de l'Institut des compagnies de fiducie [1]

La Commission accepte à titre de préparation professionnelle pour les représentants de courtier en épargne collective le cours *Éléments d'organismes de placement collectif*, établi par l'Institut des compagnies de fiducie.

1° Décision n° 89-C-0128, le 6 avril 1989

Les mesures disciplinaires

Dans l'affaire de Multi-Groupe Immobilier B.L. Inc. et M. Michel Bettez[1]

Attendu que la Commission des valeurs mobilières du Québec, le 31 janvier 1989, a convoqué Multi-Groupe Immobilier B.L. Inc., société inscrite à titre de courtier en contrats d'investissement (« le courtier »), ainsi que M. Michel Bettez, son président et dirigeant responsable, à une audience publique afin de déterminer s'il y a lieu, en vertu des articles 152 et 317 de la Loi sur les valeurs mobilières du Québec de retirer au courtier les droits conférés par l'inscription, les suspendre ou assortir leur exercice de restrictions ou de conditions, eu égard aux faits reprochés dans cette lettre par le Directeur de l'Encadrement du marché concernant les activités du courtier;

Considérant que lors de l'audience tenue le 14 mars 1989, le courtier, par la voix de son procureur et par celle de son président, M. Michel Bettez, a admis les faits exposés dans l'avis de convocation du 31 janvier, reproduits en annexe;

Considérant que suite à des rencontres préparatoires intervenues entre les procureurs du courtier et de la Direction de l'encadrement du marché, ceux-ci proposent d'un commun accord que la Commission suspende le courtier pour une période de trois semaines à compter du 10 juin 1989;

Considérant que le courtier a assuré la Commission que les modifications apportées à la structure, aux systèmes opérationnels et au personnel d'encadrement et de contrôle feront en sorte que les mêmes événements ne se reproduiront plus;

Considérant que M. Bettez s'est engagé personnellement à assumer pleinement ses responsabilités, en tant que président du courtier, de respecter tant l'esprit que la lettre de la réglementation qui s'applique aux activités d'un courtier en valeurs mobilières;

Vu les représentations et les arguments soumis par les procureurs du courtier et de la Direction de l'encadrement du marché; Vu que, de l'avis de la Commission, il est dans l'intérêt public d'approuver le règlement proposé comportant admission des faits, engagements formels et consentement à une suspension;

1° Me Paul Fortugno, c.r. et M. Roland Côté, f.c.a. — Décision n° 89-C-0120, le 5 avril 1989

EN CONSÉQUENCE, en vertu de l'article 152 de la Loi, la Commission

1° prend acte de l'admission par le courtier des faits reprochés, *reproduits en annexe*,

2° prend acte des mesures administratives correctrices prises par le courtier,

3° prend acte de l'engagement formel du courtier,

4° entérine l'accord proposé par les deux parties, et

5° suspend les droits conférés par l'inscription de Multi-Groupe Immobilier B.L. Inc., inscrit à titre de courtier en contrats d'investissement, pour une période de trois (3) semaines à compter du 10 juin 1989.

Le dispositif de la décision a été rendu séance tenante, le 14 mars, et enregistré par le sténographe officiel.

Annexe
à la Décision n° 89-C-0120
du 5 avril 1989

Admission des faits reprochés
au courtier en contrats d'investissement
Multi-Groupe Immobilier B.L. Inc.

1. Multi-Groupe a effectué le placement de parts de Le Place Bédard par l'intermédiaire de représentants non-inscrits auprès de la Commission, en contravention des articles 149 et 195.1 de la Loi sur les valeurs mobilières (ci-après la « Loi », à savoir :

   Jean-François Pelletier
   Claude Bergeron
   Alain Cuillerer
   Guy Desroches
   Gilles Paquette.

2. Multi-Groupe, le placeur pour compte des parts de Le Place Bédard, n'a pas tenu la séance de clôture prévue au prospectus pour le 31 décembre 1987, contrairement aux dispositions du prospectus.

3. Multi-Groupe a effectué le placement de parts de Le Place Bédard, après le 31 décembre 1987, date de la fin du placement prévu au prospectus, en contravention de l'article 11 de la Loi et des dispositions du prospectus de Le Place Bédard.

4. Multi-Groupe a fourni à des souscripteurs de parts de Le Place Bédard des informations fausses ou trompeuses lors du placement :

   a) en mentionnant que les souscripteurs pouvaient acquérir des parts après le 31 décembre 1987;

   b) en mentionnant que les souscripteurs, qui acquéraient des parts après le 31 décembre 1987, pouvaient bénéficier pour l'année fiscale 1987 des mêmes avantages fiscaux pour ce placement que ceux qui avaient souscrit avant le 31 décembre 1987.

5. Multi-Groupe a fourni à la Commission des informations fausses ou trompeuses dans l'avis de fin de placement, pour les parts de Le Place Bédard, en mentionnant que :

   a) toutes les parts avaient été souscrites, le ou avant le 31 décembre 1987, alors que des parts furent souscrites après le 31 décembre 1987;

   b) tous les placements avaient été effectués par des représentants inscrits auprès de la Commission, alors que des parts furent placées par des représentants non-inscrits.

6. Multi-Groupe n'a pas avisé le fiduciaire désigné dans le prospectus, Le Place Bédard, de rembourser aux souscripteurs l'argent déposé en fidéicommis avant le 31 décembre 1987, puisque l'émission n'était pas complètement vendue le 31 décembre 1987.

7. Multi-Groupe a encaissé sans droit une partie des commissions dues pour le placement des parts de Le Place Bédard, le 24 décembre 1987, tout en sachant que la séance de clôture était fixée au 31 décembre 1987 et que l'émission n'était pas complètement vendue.

8. Multi-Groupe a altéré des formulaires de souscription :

   a) en y indiquant une date antérieure au 31 décembre 1987, alors que les souscripteurs avaient signé postérieurement au 31 décembre 1987;

   b) en modifiant le nom du représentant ayant effectué le placement.

9. Multi-Groupe a utilisé un document publicitaire non conforme à la Loi et au Règlement pour le placement de certaines parts de Le Place Bédard et, dans certains cas, même après un engagement de la part de Multi-Groupe de ne plus faire circuler ce document publicitaire.

10. Multi-Groupe n'a pas respecté les délais prévus par la Loi et son Règlement :

    a) la Commission n'a pas été avisée dans un délai de 10 jours de la cessation d'emploi de trois représentants, à savoir MM. Guy Charron, Michel Dion et Gaétan Paquet et des motifs de celle-ci, conformément à l'article 159 de la Loi et au paragraphe 3 de l'article 225 du Règlement;

    b) la Commission n'a pas reçu le rapport mensuel sur le fonds de roulement pour novembre et décembre 1987, conformément à l'article 48.3 de l'Instruction générale n° Q - 9;

c) la Commission n'a pas reçu dans le délai requis le rapport mensuel sur le fonds de roulement pour les mois de janvier à juillet 1988 inclusivement, conformément à l'article 48.3 de l'Instruction générale n° Q - 9.

11. Multi-Groupe n'a pas tenu ses livres et registres, conformément à la Loi et son Règlement :

a) M. Joseph-Guy Côté a approuvé des formulaires d'ouverture de compte alors qu'il n'était pas un dirigeant agréé par la Commission, conformément à l'article 231 du Règlement;

b) des formulaires d'ouverture de compte étaient mal complétés et ne contenaient pas tous les renseignementsrequis par l'article 232 du Règlement et l'article 27 de l'Instruction générale n° Q - 9;

c) les formulaires d'ouverture de compte manquaient pour deux souscripteurs de Le Place Bédard;

d) l'avis d'exécution n'a pas été transmis à tous les souscripteurs de Le Place Bédard, conformément aux articles 162 de la Loi et 243 du Règlement.

12. Subséquemment, après le placement des parts de Le Place Bédard, Multi-Groupe a, de nouveau, effectué le placement de parts de la Société en commandite 400 Place Prestige (ci-après « Place Prestige ») par l'intermédiaire de représentants non-inscrits auprès de la Commission, en contravention des articles 149 et 195.1 de la Loi, notamment :

Jean Le Bée
Gilles Pagé
Philippe Landry
Harry Ackkanian.

13. Multi-Groupe a, de nouveau, effectué le placement de parts de Place Prestige à l'aide d'un document publicitaire non conforme à la Loi et au Règlement.

14. Multi-Groupe a procédé au placement de parts de Place Prestige avant le visa définitif du prospectus, le 4 octobre 1988, en contravention des articles 11 et 21 de la Loi.

Les investissements Sonam Inc.

L'objet de l'audience [1]

L'audience tenue le 19 septembre 1989 faisait suite à l'avis de convocation adressé le 16 juin au courtier Les Investissements Sonam Inc., ainsi qu'à son président M. Richard J. Vella, afin de déterminer s'il y a lieu de suspendre ou de radier l'inscription du courtier d'exercice restreint spécialisé en épargne collective et en contrats d'investissement. Simultanément, la Commission a suspendu temporairement l'inscription de Les Investissements Sonam Inc., considérant que le courtier n'a aucun dirigeant agréé par la Commission, qu'il n'a aucun représentant inscrit, qu'il n'a pas fourni l'information financière exigée de sorte que la Commission ne peut apprécier sa situation financière, et qu'en conséquence le courtier n'est pas en mesure d'exercer la moindre activité de façon légale.

Informé de ses droits, M. Vella, qui est l'unique actionnaire et le président de la société, a renoncé à être représenté par un avocat.

Analyse des faits et des arguments

M. Vella reconnaît que le courtier ne satisfait pas présentement aux conditions minimales requises pour le maintien de l'inscription, tel qu'énoncé à l'avis de convocation et de suspension, mais il désire faire valoir son point de vue.

Sur le premier motif, il conteste la décision n 89-E-808 du chef du Service de l'inscription, M. Daniel Laurion, qui, le 3 avril 1989 en vertu de pouvoirs délégués par la Commission, avait refusé son agrément à titre de dirigeant du courtier.

Bien que M. Vella ne se soit pas prévalu de son droit de demander à la Commission de réviser cette décision dans un délai de 30 jours, en vertu de l'article 322 de la Loi, ce qui est d'autant plus surprenant qu'il s'est plaint à maintes reprises des lenteurs et des tergiversations du personnel, la Commission a quand même accepté de l'entendre et de considérer sa requête comme une nouvelle demande d'agrément à titre de dirigeant responsable du courtier vu que le règlement de cette question serait en quelque sorte déterminant, ou une condition préalable à la solution des deux autres problèmes.

Les faits sur lesquels le chef du Service de l'inscription a fondé son refus sont exposés en détail à la décision précitée. Ils peuvent être résumés sous les deux chefs suivants : 1) l'insuffisance de la préparation professionnelle du dirigeant responsable; et 2) le placement de parts de deux sociétés en commandite, au dernier trimestre de 1988, fait sciemment, par l'intermédiaire de personnes non inscrites à titre de représentant, alors que le courtier n'était pas en règle auprès de la Commission.

Quant à sa préparation professionnelle, M. Vella prétend que les cours exigés, soit le cours sur le commerce des valeurs mobilières au Canada, offert par l'Institut canadien des valeurs mobilières, ainsi que l'examen basé sur le manuel des représentants, ne sont absolument pas pertinents ni appropriés pour un repré-

1° MM. Maurice Cusson, c.a. et M. Roland Côté, f.c.a. — Décision n° 89-C-0331, le 10 octobre 1989

sentant en épargne collective et en contrats d'investissement. Il considère que son expérience variée de l'immobilier et du courtage d'exercice restreint constituent une préparation adéquate.

De plus, M. Vella se plaint qu'on ne lui ait jamais fourni une liste complète des critères sur lesquels la Commission s'appuie pour déterminer si un candidat possède l'expérience ou la compétence requise. Il prétend que le courtier en valeurs mobilières, en fin de compte, n'est qu'un trait d'union entre acheteurs et vendeurs ou entre l'émetteur et les souscripteurs, d'où son rôle minimal. Selon lui, la Commission devrait se préoccuper bien davantage de contrôler l'intégrité du promoteur.

Il explique ensuite dans quelles circonstances il a procédé au placement de parts de deux sociétés en commandite qui constituent des abris fiscaux dans le domaine de la reproduction, de l'élevage et de la vente de chevaux arabes. Il considère que les démarches alors en cours pour régulariser son inscription et celle du courtier Sonam, et qui étaient sur le point d'être complétées, le justifiaient de procéder à ces deux placements avant la fin de l'année. D'autre part, il se croyait autorisé à effectuer les placements du fait que des dispenses de prospectus avaient été accordées par la Commission à l'égard des notices d'offre déposées. L'audience, par ailleurs, n'a pas apporté d'éclairage additionnel sur l'emploi de représentants non inscrits.

Passons maintenant aux deux autres motifs invoqués par la Commission lors de la suspension du courtier, soit l'absence de représentants inscrits et d'information financière.

M. Vella demande à la Commission de décider d'abord si elle serait prête à l'agréer comme dirigeant et à lever la suspension du courtier. Dans l'affirmative, il planifiera une réactivation de ses affaires en embauchant des représentants et du personnel. Il nous a remis une copie des états financiers vérifiés remontant au 31 mai 1988, qu'il avait déjà déposés. Il n'a pas produit de rapports mensuels depuis et avise la Commission qu'il serait inutile d'obtenir des états financiers récents, la situation financière du courtier étant actuellement « zéro ». Il demande à la Commission d'autoriser le fiduciaire à lui remettre le montant de 10 000 $ en dépôt au fonds de prévoyance des courtiers non membres (d'un organisme d'autoréglementation), en attendant le jour où il sera prêt à redémarrer, alors qu'il réinvestira les montants de capital requis.

Le procureur de la Direction de l'encadrement du marché a soutenu que, dans les circonstances, la Commission devrait radier le courtier.

En premier lieu, M^e^ Lorrain a rappelé que l'exigence de réussir l'examen relatif au cours sur les valeurs mobilières est une norme minimale reconnue, que M. Vella le sait bien et que de plus il a échoué l'examen à deux reprises.

Selon M^e^ Lorrain, M. Vella n'a pas démontré avoir la compétence nécessaire pour être dirigeant responsable d'un courtier. L'agrément du dirigeant responsable d'un courtier présuppose davantage que la préparation professionnelle requise d'un représentant. Comme l'indique l'article 205 du Règlement, il faut aussi que le requérant établisse à la satisfaction de la Commission qu'il possède une expérience et une compétence suffisantes, notamment de connaître la réglementation pertinente, et d'en respecter l'esprit et la lettre.

Or, la preuve montre que M. Vella ne se soucie pas de déroger à la réglementation. Il est à noter, entre autres, qu'il a signé un contrat comme placeur pour compte des parts d'une première société en commandite le 18 août 1988, alors que sa demande d'agrément à titre de dirigeant du courtier dont il venait d'acquérir le contrôle ne fut déposée que le 20 août, et qu'il a admis avoir effectué le placement des parts sans avoir son permis et en pleine procédure de régularisation de l'inscription du courtier, et ce, par l'intermédiaire de personnes non inscrites comme représentants. Le procureur de la Direction exprime un doute sur la probité de M. Vella en ce qui concerne l'application de la Loi, et se demande s'il continuera à faire la même chose à l'avenir.

Pour ce qui est de l'argument spécieux de M. Vella à l'effet qu'il avait obtenu les dispenses de prospectus pour le placement des parts de deux sociétés en commandite, il faut souligner que les demandes avaient été faites par le promoteur et qu'elles ont été accordées à ce dernier, non au courtier. D'ailleurs, puisque le courtier n'était pas suspendu à l'époque, le chef du Service de l'appel public à l'épargne ne se doutait pas que son statut n'était pas régularisé.

Sur les autres points, le procureur de la Direction souligne qu'aucune information financière n'est disponible depuis mai 1988, que le courtier ne compte aucun représentant inscrit et que le dossier n'est pas encore conforme aux exigences réglementaires. Quant à permettre à M. Vella de retirer le dépôt au fonds de prévoyance, il serait contradictoire de maintenir l'inscription sans caution, ce que la Commission ne pourrait autoriser vu les clauses mêmes du contrat intervenu entre le courtier et l'administrateur du fonds.

Observations et motifs

La Commission est d'avis que la décision rendue le 3 avril 1989 par le chef du Service de l'inscription était bien fondée. De plus, en se basant sur la preuve et les témoignages, la Commission refuse d'accorder à M. Richard J. Vella l'agrément à titre de dirigeant responsable du courtier Les Investissements Sonam Inc.

Le requérant ne remplit pas les conditions fixées par l'article 205 du Règlement, à savoir, il n'a pas la préparation professionnelle suffisante et n'a pas non plus satisfait la Commission qu'il possède des connaissances et une expérience qui le préparent suffisamment aux fonctions de dirigeant d'un courtier. En outre, la Commission estime que M. Vella ne présente pas la compétence et doute qu'il ait la probité voulue pour assurer la protection des épargnants, tel que requis à l'article 151 de la Loi. Dans cette appréciation, la Commission a pris en considération les faits reprochés et admis quant aux placements effectués illégalement, les explications insatisfaisantes reçues et l'attitude désinvolte du requérant à l'égard des obligations d'un courtier.

De plus, M. Vella a cherché à induire la Commission en erreur durant l'audience sur des éléments particuliers. En effet, il a clairement laissé entendre qu'il ne s'était pas présenté à l'examen, par opposition de principe, alors qu'en fait il fut établi qu'il l'avait échoué à deux reprises. Sur un autre point, il a prétendu que le personnel a refusé capricieusement son assurance-responsabilité souscrite pour un montant de 250 000 $, et a exigé qu'il souscrive un montant réduit de 100 000 $, alors que la réalité est différente : vu que le montant de la franchise diffère dans les deux cas, il avait le choix entre la couverture minimale et tout montant supérieur pourvu que le courtier augmente alors son fonds de roulement d'un montant égal à l'écart de la franchise.

Ayant disposé du motif fondamental, en l'occurrence l'obligation pour un courtier inscrit, en vertu de l'article 228 du Règlement, d'avoir un dirigeant responsable agréé par la Commission, la Commission ne peut d'autre part que constater l'insuffisance admise du capital du courtier et l'absence de représentants inscrits.

La décision

En conséquence, la Commission décide qu'il y a lieu de radier immédiatement l'inscription de Les Investissements Sonam Inc. à titre de courtier d'exercice restreint en épargne collective et en contrats d'investissement.

Dans l'affaire Wilfred A. Léger

L'objet de l'audience [1]

L'audience tenue le 2 novembre 1989, avait pour but de faire réviser par la Commission en vertu de l'article 322 de la *Loi sur les valeurs mobilières* (L.R.Q., chap. V-1.1), la décision n° 89-E-1933 rendue le 6 septembre 1989, par le Directeur de l'encadrement du marché, par laquelle il retirait les droits, à titre de représentant d'un courtier en épargne collective, conférés à M. Wilfred A. Léger par la décision n° 86-E-1002.

Les faits

Au début de l'audience, M. Léger fut informé par la Secrétaire de la Commission qu'il pouvait être assisté d'un avocat s'il le souhaitait. Il a répondu qu'il ne trouvait pas que la présence d'un avocat à ses côtés soit nécessaire.

Au moment de sa radiation, M. Wilfred A. Léger était un représentant inscrit auprès de la firme Les Services Financiers D.C.G. et ce depuis mars 1988. Auparavant, soit de décembre 1987 à mars 1988, il était représentant pour la firme Les Services Financiers Capital. De septembre 1986 à décembre 1987, il a également été représentant, dirigeant responsable des activités au Québec et directeur de succursale de la firme Les Services Financiers Régal.

Le 7 juin 1989, Wilfred A. Léger a fait cession de ses biens. Le bilan du requérant s'établissait comme suit : un actif de 140 400,00 $ et un passif de 1 170 245,52 $, pour un déficit de 1 029 845,52 $. Le requérant a de plus omis d'aviser la Commission qu'il avait fait cession de ses biens.

Les motifs de la décision du Directeur de l'encadrement du marché

- Le représentant n'est plus une personne solvable en vertu du paragraphe 2 de l'article 151 de la Loi sur les valeurs mobilières (L.R.Q., chap. V-1.1);
- le représentant n'a pas fait preuve d'un degré de compétence satisfaisant et son comportement était contraire à une conduite professionnelle sérieuse tout en étant inacceptable eu égard à la protection des épargnants;
- M. Léger aurait fait du démarchage relié à une activité de placement de valeurs sans le prospectus exigé, ce qui contrevient à l'article 11 de la Loi.

Les arguments du requérant

Le requérant avance les arguments suivants à l'appui de la demande de révision de la décision du directeur :

1° Le requérant prétend que le montant du déficit de la faillite devrait s'établir à 367 845 $ et non 1 029 845,52 $. Il conteste l'inclusion du montant de la créance de Regal Capital Planners Ltd, évalué à 250 000 $, et le montant de 412 000 $

1° M. Maurice Cusson, c.a. et M[e] Paul Fortugno, c.r. — Décision n° 90-C-0001, le 3 janvier 1990

représentant les endossements. En l'espèce, M. Léger allègue que des poursuites civiles ont été entamées pour récupérer les sommes qu'il a engagées pour le bénéfice de Regal et qu'au plan technique on devrait également exclure le montant des endossements.

2° Au niveau de la relation avec ses clients, il est dans une meilleure position maintenant qu'avant sa faillite puisqu'il n'a plus à subir la pression exercée par ses nombreux créanciers.

3° La libération d'un failli devrait permettre de lever la suspension.

4° Il prétend que sa bonne foi et son honnêteté ne peuvent être mises en doute et qu'il a toujours agi dans l'intérêt de ses clients.

5° Les personnes approchées, ou informées d'une possibilité d'investir étaient au courant des activités du requérant et suivaient le dossier de près.

6° Le directeur, au lieu de le radier, aurait dû maintenir son inscription tout en imposant certaines conditions ou restrictions.

L'argumentation du personnel

Le procureur de la Direction de l'encadrement du marché dans son analyse des faits et son interprétation du droit arrive à la conclusion que la Commission devrait maintenir la décision du Directeur de l'encadrement du marché. Les principaux motifs du procureur sont les suivants :

- La Commission doit accorder une grande importance à la santé financière d'une personne inscrite et la faillite de M. Léger pour un montant de plus d'un million le rend insolvable.
- Le requérant a fait défaut d'avertir la Commission de son état de failli, conformément à l'article 25 de l'Instruction générale n° Q - 9.
- La conduite du requérant n'est pas celle d'un professionnel avisé dans ses relations avec ses clients, tel que le prévoit l'article 235 du Règlement sur les valeurs mobilières du Québec. Il aurait emprunté ou obtenu des endossements de certains de ses clients pour financer ses activités alors qu'il était représentant auprès de la firme Les Services Financiers Régal. Afin de rembourser ces prêts, il auraitfait miroiter aux clients qu'ils pourraient être remboursés avec des actions d'une éventuelle société de courtage; M. Léger aurait donc fait du démarchage relié à une activité de placement, en contravention de la Loi sur les valeurs mobilières.

Analyse de la Commission

L'examen de l'ensemble du présent dossier se résume essentiellement à deux questions : premièrement l'impact de la faillite de M. Léger à l'égard de son inscription à titre de représentant et sa conduite professionnelle.

En ce qui concerne la première question, l'article 151 de la Loi sur les valeurs mobilières édicte ce qui suit :

« 151. La Commission, après avoir vérifié que le candidat remplit les conditions fixées par règlement, procède à l'inscription lorsqu'elle estime que :

1° le candidat ou, dans le cas d'une personne morale, ses dirigeants pré-sentent la compétence et la probité voulues pour assurer la protection des épargnants;

2° le candidat est solvable et, dans le cas d'une personne morale, présente les assises financières nécessaires à la viabilité de son entreprise. »

L'examen de l'article 151 de la Loi démontre que le législateur a expressément prévu que la compétence, la probité et la solvabilité sont des critères essentiels pour bénéficier du statut de représentant inscrit auprès de la Commission. La solvabilité est toute aussi essentielle que la probité et la compétence pour assurer la protection de l'épargnant. De l'avis de la Commission, un représentant qui conseille autrui au plan financier devrait être en mesure de gérer ses propres affaires. Il faut cependant préciser que le statut de failli n'est pas susceptible d'entraîner dans tous les cas la suspension ou la radiation de l'inscription. Il s'agit cependant d'une situation grave qui mérite toute l'attention de la Commission. Comme le soulignait la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario dans l'affaire Meaney :

> *« Personal bankruptcy may prove a barrier to entry into the securities field. Where the assignment is made by an existing registrant, an immediate enquiry should be made in order to determine the circumstances leading to the assignment and to review the conduct of the registrant as registrant with a view to considering whether a hearing should be held to consider the registrant's fitness for continued registration. » (Ontario Securities Commission, Bulletin, septembre 1976, p. 267)*

Un représentant qui éprouve des difficultés financières peut également être tenté d'améliorer sa situation en augmentant le volume de ses ventes, au détriment des objectifs de placement de ses clients (voir à cet effet *In the Matter of Ronald Nudds*, Ontario Securities Commission, Bulletin, avril 1967, p. 18). La solvabilité du représentant lui assure une certaine objectivité et lui permet de respecter la règle de connaître son client.

Cette capacité du représentant d'agir dans le seul intérêt de son client est primordiale. En effet, la con-

fiance du client à l'égard de son représentant a pour effet de créer un lien de dépendance qui exige une grande objectivité et la plus entière bonne foi. Comme le soulignait la Commission dans l'affaire Allard :

> *« Lorsqu'une personne est en situation de faillite, la Commission est en droit de présumer qu'il y a danger pour la protection des épargnants étant donné la situation de confiance dans laquelle se trouve le représentant vis-à-vis de ses clients. Les condi-tions exigées par l'article 151 de la Loi ne s'ap-pliquent pas seulement au moment de l'inscription, mais également pour le maintien de cette inscription. S'il en était autrement, il ne servirait à rien de vérifier la solvabilité d'un candidat à l'inscription si immédiatement après il peut devenir insolvable. » (Bulletin, Vol. XVI, 15 février 1985, n° 7, p. 1)*

Le requérant prétend que lors de la libération de sa faillite, la Commission sera dans l'obligation de lever sa suspension. La Commission ne peut accepter une telle prétention, le privilège de libération en vertu de la *Loi sur la faillite* (L.R.C., 1985, chap. 3) libère le failli des réclamations prouvables de la faillite et non de ses obligations en vertu de la Loi sur les valeurs mobilières; par ailleurs ces deux lois ont des objectifs différents. La Loi sur les valeurs mobilières donne pour mission à la Commission « d'encadrer l'activité des professionnels du marché des valeurs » (art. 276 par. 4) et que « la Commission exerce la discrétion qui lui est conférée en fonction de l'intérêt public » (art. 316). Afin d'analyser le véritable rôle de la Commission, nous sommes d'avis qu'il est approprié de référer aux propos tenus par le juge l'Heureux-Dubé dans l'arrêt *Brosseau v. Alberta Securities Commission* :

> *« D'une manière générale, on peut dire que les lois sur les valeurs mobilières visent à réglementer le marché et à protéger le public. Cette Cour a reconnu ce rôle dans l'arrêt Gregory & Co. v. Quebec Securities Commission, [1961] R.C.S. 584 ...*
>
> *...*
>
> *Ce rôle protecteur, qui est commun à toutes les commissions des valeurs mobilières, donne à ces organismes un caractère particulier qui doit être reconnu lorsqu'on examine la manière dont leurs fonctions sont exercées aux termes des lois qui leur sont applicables. » ([1989] 1 R.C.S., p. 314)*

La Commission tient également à rappeler que l'exercice de la profession de représentant, comme l'exercice de toutes les professions réglementées par l'État, est un privilège et non un droit. La Commission doit veiller à ce que ce privilège soit exercé dans l'intérêt public. Comme le soulignait M. le Juge Hugessen, alors juge de la Cour Supérieure, dans la décision *Belhumeur v. Discipline Committee of Quebec Bar Association* :

> *« L'exercice d'une profession est un privilège. Le droit confère à certains groupes le monopole de certaines activités bien définies et impose aux membres de ces mêmes groupes l'obligation d'empêcher les abus et de voir à ce que le monopole soit exercé pour le bien public. Il est normal que ceux qui jouissent de ces privilèges soient soumis à une discipline plus rigoureuse que celle qui s'applique aux citoyens ordinaires. Cette discipline leur est particulière et ne fait pas partie du droit pénal. » (34 C.R. (3d) p. 286, jugement maintenu en appel [1988] R.J.Q. 1526)*

L'examen de la preuve démontre que la décision du Directeur de l'encadrement du marché était bien fondée en droit en statuant que la protection des épargnants exige que la solvabilité d'un représentant ne doit jamais être mise en doute. La faillite de M. Léger atteint plus d'un million de dollars et a pour effet de mettre en doute sa capacité d'exercer de manière objective le commerce des valeurs mobilières. La Commission rejette, pour les fins du présent dossier, la prétention du requérant que l'on devrait exclure de son passif les garanties et les montants dus à Regal Capital Planners Ltd. Selon le rapport du séquestre officiel (pièce P-5) :

> *« Le failli a constaté son insolvabilité le 30-10-87 (krach à la Bourse) lorsqu'il a réalisé que Regal Capital Planners Ltd n'avancerait pas l'argent pour couvrir les dépenses courantes jusqu'à ce que la situation à la Bourse se stabilise.*
>
> *La faillite fait suite aux frais exorbitants encourus par le failli pour l'implantation de bureaux à travers le Québec de la compagnie Regal Capital Planners Ltd et au krach d'octobre 1987. »*

Les montants dus à Regal Capital Planners Ltd et les garanties font partie intégrante de la liste des créanciers (pièce P-4); par ailleurs la Commission souligne qu'elle s'explique mal que M. Léger se soit engagé personnellement pour l'implantation, à travers le Québec, de bureaux de la société Regal Capital Planners Ltd.

Au plan professionnel, la preuve démontre que M. Léger n'a pas agi comme un professionnel avisé. La Commission trouve inacceptable qu'un représentant sollicite des clients pour obtenir des prêts et des endossements. Une telle manière d'agir est contraire à l'article 235 du Règlement (chap. V-1.1, R. 1 et modifications), qui édicte :

> *« 235. Dans ses relations avec ses clients et dans l'exécution du mandat reçu d'eux, la personne inscrite est tenue d'apporter les soins que l'on*

peut attendre d'un professionnel avisé, placé dans les mêmes circonstances. Notamment, elle doit veiller à ce que les ordres soient exécutés au cours le plus avantageux qu'il soit possible d'obtenir sur les bourses canadiennes, sauf instruction contraire.» (le souligné a été ajouté)

Le requérant a profité de sa situation de représentant pour obtenir des avantages personnels de la part de ses clients. En effet, M. Léger a emprunté des sommes importantes de certains de ses clients. Plus de 150 000 $ sont dus à trois d'entre eux. Ces argents ont été obtenus sous forme d'emprunts directs ou d'endossements en garantie de ses emprunts. La banque s'est retourné vers les endosseurs lorsque M. Léger n'a plus été en mesure de payer.

La liste des créanciers comprend également le nom de deux clientes, dont une personne âgée, qui avaient confiées la gestion de deniers à M. Léger. Le requérant a placé cet argent dans un compte de banque personnel qui a par la suite été saisi par la banque. Un professionnel avisé, conscient des risques encourus par ses clients advenant son insolvabilité, aurait placé l'argent dans un compte immatriculé au nom des clientes. De plus, l'inscription de M. Léger à titre de représentant en épargne collective ne l'autorisait pas à agir comme gestionnaire de portefeuille.

L'étude de la preuve, concernant la conduite professionnelle de M. Léger, démontre que le requérant a enfreint la Loi sur les valeurs mobilières en effectuant un placement sans prospectus en contravention de l'article 11 de la Loi. Un professionnel compétent et avisé, aurait dû savoir que l'on ne pouvait rechercher de souscripteur pour le placement de titres d'une société de courtage à être formée sans au préalable établir un prospectus soumis au visa de la Commission.

La Commission constate également que le requérant a fait défaut d'aviser la Commission de son état de failli dans le délai prescrit à l'article 25 de l'Instruction générale n° Q - 9.

L'ampleur de la faillite, la conduite professionnelle du requérant dans ce dossier et la protection des épargnants ne permettent pas à la Commission d'accéder à la demande de M. Léger de maintenir son inscription de représentant sous conditions.

La décision

En conséquence, la Commission maintient la décision du Directeur qui retirait, en vertu de l'article 152 de la Loi sur les valeurs mobilières et des pouvoirs qui lui ont été délégués, les droits conférés à M. Wilfred A. Léger par la décision n° 86-E-1002, à titre de représentant d'un courtier en épargne collective.

Monsieur Gilles Richard Harrison

L'objet de l'audience [1]

L'audience tenue les 29 et 30 janvier 1990 avait pour but de faire réviser par la Commission, en vertu des dispositions de l'article 322 de la *Loi sur les valeurs mobilières* (L.R.Q., chap. V-1.1), la décision n° 89-E-1590, rendue le 28 juillet 1989 par le directeur de l'Encadrement du marché, par laquelle il retirait les droits conférés à M. Gilles Richard Harrison à titre de représentant d'un courtier de plein exercice.

Les faits

M. Harrison a été au service du courtier Tassé & Associés Limitée (Tassé) du 23 juin 1988 au 28 juillet 1988, date à laquelle il a été congédié. Auparavant, il avait été représentant pour le compte de la firme ScotiaMcLeod Inc. du 9 janvier 1987 au 13 juin 1988.

Dans l'avis uniforme de cessation d'emploi, signé par M. Raymond Trudeau, directeur général des ventes chez Tassé, il était indiqué que M. Harrison avait été congédié et que le motif était la « falsification de signatures sur des documents que les clients devaient signer ». Le directeur a donc convoqué en audience M. Harrison afin de décider des mesures à prendre.

L'audience devant le directeur a débuté le 6 juin 1989 avec les témoignages de M. Trudeau et de M. Claude Dieumegarde, alors directeur de la succursale de Montréal de Tassé. Lors de cette audience, M. Harrison n'avait pas de procureur. Il avait été informé de son droit d'être représenté par un procureur mais a choisi de ne pas s'en prévaloir. À la demande de M. Harrison qui voulait convoquer un témoin, l'audience a été reportée au 12 juin 1989. M. Harrison ne s'est pas présenté à cette reprise d'audience et le directeur, après avoir entendu l'argumentation du procureur de la Direction, a pris l'affaire en délibéré. Le 28 juillet, le directeur rendait la décision qui fait l'objet de la présente révision.

Les témoignages

Lors de son arrivée chez Tassé, M. Harrison a fait parvenir aux clients qu'il avait chez ScotiaMcLeod, son employeur précédent, des formulaires en vue du transfert de leurs comptes chez son nouvel employeur de même que des cartes de marge. Si un client acceptait le transfert de son compte, il devait signer le formulaire et s'il désirait faire des opérations sur marge, il devait signer la carte de marge.

1° MM. Maurice Cusson, c.a., Roland Côté, f.c.a. et Gérard M. Beaulieu — Décision n° 90-C-0068, le 6 mars 1990

Les témoignages de MM. Trudeau et Dieumegarde concordent, à savoir que, pressé par une personne du Service du crédit de Tassé qui réclamait les formulaires de transfert et les cartes de marge de ses clients, M. Harrison en a fourni plusieurs en même temps et on a eu des doutes sur la validité des signatures. Le témoin Dieumegarde parle de 3 ou 4 cartes, alors que le témoin Trudeau parle d'au moins 10.

M. Trudeau, en présence de M. Dieumegarde, téléphona alors à un des clients dont le nom apparaissait sur une des cartes pour lui souhaiter la bienvenue chez Tassé. Le client, dont aucun des témoins ne se souvient du nom, aurait alors dit à M. Trudeau qu'il avait encore les formulaires en main.

Convoqué par MM. Dieumegarde et Trudeau, M. Harrison aurait d'abord nié avoir signé les documents, mais a par la suite admis les avoir signés par anticipation en disant qu'il comptait substituer les documents signés par les clients au moment où il les recevrait.

M. Trudeau déclare qu'il possédait suffisamment d'éléments pour renvoyer M. Harrison : en plus des faits déjà mentionnés, on lui reprochait également son manque de ponctualité et le fait qu'il avait personnellement acheté des actions sans avoir les fonds nécessaires pour le règlement ni même pour la couverture de marge.

Un formulaire de transfert de compte d'un client de M. Harrison a été déposé en preuve lors de l'audience (pièce P-3). Ce document, daté du 3 juillet 1988, signé Paul Lafrenière, autorise le transfert de son compte chez Tassé. Or, par lettre en date du 9 août 1988 (pièce P-4), M. Lafrenière avise M. Dieumegarde qu'il n'a jamais autorisé un tel transfert et que le document du 3 juillet 1988 n'a pas été signé par lui. M. Dieumegarde affirme avoir reçu d'autres lettres similaires à celle de M. Lafrenière, mais il ne se souvient pas des noms tout comme il ne se souvient pas des noms sur les formulaires de transfert ou les carte de marge.

Le directeur, M. Pierre Lizé, a témoigné concernant l'audience tenue devant lui. Le 6 juin, M. Harrison avait demandé de faire témoigner M. Lafrenière qui pourrait démontrer qu'il n'avait pas signé le formulaire de transfert. Le directeur a accepté de reporter l'audience. Le 9 juin, M. Harrison est venu le rencontrer et il a été convenu de continuer l'audience le 12 juin. Lorsqu'il a constaté son absence, le directeur a repris l'audience sans chercher à contacter M. Harrison. Ce dernier l'a appelé le jour même, vers 17 h, pour s'excuser de ne pas s'être présenté et le directeur lui a mentionné qu'il allait rendre sa décision. M. Lizé est catégorique à ce sujet, tout comme sur le fait que M. Harrison n'a pas demandé à être entendu de nouveau.

M. Harrison a témoigné à la demande de son procureur et son témoignage contredit sur tous les points importants les témoignages précédents. Selon son témoignage, il aurait rencontré M. Dieumegarde seul et celui-ci lui aurait reproché de manquer de ponctualité et d'avoir acheté des actions sans avoir les fonds. Il dit qu'il n'a jamais été question des cartes ni des signatures. Il ne se rappelle pas avoir falsifié des documents, ni avoir avoué à MM. Dieumegarde ou Trudeau l'avoir fait.

Par la suite, le témoignage de M. Harrison devient embrouillé, lorsqu'il s'agit des événements qui ont suivi la première journée d'audience devant le directeur. M. Lizé, comme nous l'avons vu plutôt, a témoigné que M. Harrison était venu le voir le 9 juin et qu'ils auraient convenu de continuer l'audience le 12 juin. Lors de cette rencontre du 9 juin, M. Harrison a remis au directeur une lettre manuscrite de M.Lafrenière, datée du 9 juin 1989, déclarant que son compte de ScotiaMcLeod a été transféré sans son consentement écrit (pièce P-11). M. Harrison prétend que la lettre était suffisante et que le directeur lui aurait dit qu'il ne rendrait pas de décision. Plus loin dans son témoignage, il dit qu'il a rencontré le directeur dans l'ascenseur et que c'est alors que celui-ci lui aurait dit qu'il ne rendrait pas de décision.

Questionné sur les motifs de son départ de chez ScotiaMcLeod, M. Harrison affirme avoir été remercié parce que sa clientèle n'était pas assez nombreuse, par suite du krach, pour justifier les avances de commissions que lui versait son employeur. M^e St-Pierre lui a demandé si son départ n'était pas plutôt relié au fait qu'il aurait fait une opération dans un compte de client sans l'autorisation de ce dernier. Il nie catégoriquement que ce soit le motif de son départ de ScotiaMcLeod. M^e St-Pierre demande alors que M. Serge Brunet, qui a signé l'avis de cessation d'emploi de M. Harrison, vienne témoigner. La Commission a accepté d'entendre M. Brunet pour vérifier la crédibilité de M. Harrison.

M. Brunet, qui est directeur des ventes au détail chez ScotiaMcLeod, est venu témoigner qu'il avait lui-même engagé M. Harrison le 29 décembre 1986 et l'avait remercié le 13 juin 1988. Il n'était pas satisfait de ses services : il lui reprochait de manquer d'assiduité au bureau et de ne pas être assez accessible pour ses clients. De plus, il avait appris d'un client que M. Harrison avait acheté 1 000 actions de Scintilore Explorations Ltd. à 8,25 $ l'action sans son autorisation. Le 13 juin 1988, M. Brunet remit à M. Harrison une lettre (pièce P-14) relatant ces faits et l'informant de son renvoi immédiat. De plus, l'avis de cessation d'emploi (pièce P-15), daté aussi du 13 juin 1988, mentionne comme raison de son congédiement « transaction discrétionnaire dans un compte de client ». Il y est indiqué que M. Harrison a refusé de

le signer. M. Brunet affirme enfin que ScotiaMcLeod a laissé la chance à ses représentants de se remettre du krach et qu'il n'a pas remercié de représentants avant janvier 1989.

Analyse de la Commission

a) Les fausses signatures

Des faits présentés lors de l'audience et des témoignages qui y ont été entendus, il ressort clairement que quelqu'un ne dit pas la vérité. Les deux témoins de chez Tassé affirment avoir obtenu de M. Harrison l'aveu du fait qu'il avait apposé des fausses signatures sur des formulaires. On le pressait d'obtenir les signatures de ses clients et, pour satisfaire son employeur, il a rempli et signé pour le compte de clients des formulaires de transfert de compte et de la marge de crédit. Le procureur de M. Harrison prétend que la preuve est mince puisqu'il n'y a qu'un document qui semble porter une fausse signature. Un témoin parle de 3 ou 4 documents, l'autre de 10, mais ils ne se souviennent d'aucun nom et n'ont pas de documents à déposer en preuve, sauf le formulaire de transfert de compte de M. Lafrenière, que celui-ci nie avoir signé.

Les témoins Dieumegarde et Trudeau n'ont aucun intérêt à mentir. Pour eux l'affaire est classée : l'employé coupable a été congédié. Par contre, M. Harrison, dont l'inscription est en jeu, a un intérêt évident à mentir. Sa crédibilité est sapée du fait qu'il est en contradiction avec tous les témoins, même avec le directeur, et avec les documents établis lors de ses deux congédiements. Selon M. Harrison, le directeur lui aurait dit qu'il ne rendrait pas de décision, alors que ce dernier déclare au contraire lui avoir dit lors de la conversation téléphonique du 12 juin qu'il comptait rendre une décision. Pourquoi le directeur aurait-il dit qu'il ne rendrait pas de décision alors qu'il avait complété l'audience en l'absence de M. Harrison ? Encore ici, il est facile de voir qui a intérêt à mentir.

Enfin, le témoin Brunet affirme à la Commission que la principale raison, suffisante à elle seule, du congédiement de M. Harrison, c'est l'opération non autorisée qu'il a faite dans un compte de client. L'employé a été pris en faute, la faute était grave et il a été congédié avec d'autant moins d'hésitation qu'il était indiscipliné; le krach n'y est pour rien, puisque aucun représentant n'a été remercié avant janvier 1989 en raison du ralentissement qui a suivi le krach. Donc l'affaire est classée depuis juin 1988. M. Brunet n'a aucun intérêt à venir mentir devant la Commission.

Nous en venons à la conclusion que M. Harrison, tout le long de son témoignage, a soit carrément menti, soit essayé de tromper. Quand on lui demande s'il a falsifié des documents et, entre autres, les formulaires de transfert du client Lafrenière, il répond « je ne me rappelle pas » ou « au meilleur de ma connaissance, non ».

Poussé un pas plus loin, il répond non, il n'a pas falsifié. Nous ne le croyons pas et le témoignage de M. Brunet est venu réduire à zéro la crédibilité de M. Harrison, qui n'a pas dit la vérité pour une veille histoire que le directeur ne lui avait pas reprochée.

Au terme de cette analyse des témoignages, nous estimons qu'il est bien établi que M. Harrison a apposé une fausse signature sur un formulaire reliée au compte de M. Lafrenière, ainsi que de quelques autres clients, dont le nombre est indéterminé. Il ressort même des témoignages que M. Harrison a avoué avoir apposé ces fausses signatures lorsqu'il a été convoqué par MM. Dieumegarde et Trudeau, encore qu'il ait cherché à donner de la chose une explication qui atténuait la gravité de son geste. Abstraction faite de l'explication donnée par M. Harrison, il reste que l'apposition d'une fausse signature sur un formulaire qui doit être signé par un client constitue, pour une représentant, un manquement à ses obligations les plus élémentaires à l'égard de ses clients. L'épargnant qui confie des fonds à son représentant est en droit d'attendre de celui-ci qu'il se comporte avec honnêteté; c'est ce droit qu'affirme la Loi lorsqu'elle impose à la Commission de s'assurer que le candidat à l'inscription présente la probité voulue pour assurer la protection des épargnants (art. 151).

b) Les fausse déclarations

Compte tenu de ce qui précède, une autre conclusion s'impose : tant devant le directeur que devant la Commission, M. Harrison a refusé de dire la vérité; même en témoignant sous serment devant la Commission, il a maintenu la version des faits donnée devant le directeur et refusé de renouveler l'aveu qu'il fait devant les représentants de son employeur avant son congédiement. Il a même menti sur les véritables motifs invoqués par ses ex-employeurs quant à ses deux congédiements.

L'inscription constitue le mécanisme mis en place pour assurer la probité des courtiers et de leurs représentants. Il en découle l'obligation, pour le candidat à l'inscription ou pour la personne inscrite, d'une franchise sans réserve dans tous ses rapports avec la Commission, qu'il s'agisse d'une demande d'inscription, d'un interrogatoire à l'occasion d'une enquête ou d'un témoignage dans le cadre d'une audience. La personne qui fait une fausse déclaration à la Commission s'expose à des sanctions parce que la probité se concilie mal avec des fausse déclarations et que la Commission ne possède plus le degré de certitude voulu concernant sa probité.

Dans diverses affaires, la Commission a sanctionné des personnes inscrites qui avaient fait de fausse déclarations. Ainsi, dans l'affaire *Yvon Fradette*, où il s'agissait d'un représentant qui avait fait une fausse déclaration concernant une accusation et une condamnation antérieures, la Commission a maintenu la décision du directeur de révoquer le permis de M. Fradette. L'importance de la fausse déclaration était soulignée ainsi :

> *« Il est évident que la cause de la révocation n'est pas la condamnation en 1969 mais les fausses représentations lors de la demande d'enregistrement et des explications subséquentes. » (décision n° 5442, 27 février 1978)*

Dans une autre affaire semblable, M. Jean-Eudes Tremblay avait omis de déclarer des condamnations antérieures dans le formulaire d'inscription, dûment rempli et fait sous serment. La Commission conclut :

> *« Les règlements d'application de la Loi des valeurs mobilières imposent au directeur l'obligation de s'assurer de la probité des individus à qui il octroie des enregistrements. L'attitude de M. Tremblay qui non seulement nie des faits se rapportant à ses propres fautes de jeunesse, mais essaie faussement de les attribuer à une autre personne, à elle seule justifie de douter de sa probité.*
>
> *Nous ne pouvoins donc que maintenir la décision du directeur de refuser la demande d'enregistrement de monsieur Jean-Eudes Tremblay comme vendeur. » (décision n° 5215, 15 avril 1977)*

Des décisions de l'Ontario Securities Commission vont dans le même sens. Ainsi dans l'affaire *Michael Avram Thomas*, le candidat à l'inscription avait omis de mentionner dans sa demande d'inscription, une accusation portée contre lui dans une affaire de drogue. Interrogé lors d'une audience, il donne des explications embrouillées, en refusant de reconnaître qu'une accusation avait été portée contre lui. La Commission en vient à la conclusion que la radiation s'imposait :

> *« The answer to the question was deliberately made which resulted in a false statement in the affidavit. This lack of candour and the equivocation in his testimony is such that it goes to the heart of his fitness for continued registration. We cannot be certain that he will not applay the same standards in his dealings with the public. (...) his registration as a securities salesman must be cancelled. » (June, 1972 O.S.C.B. 118, p. 122)*

Les déclarations fausses faites par M. Harrison tant devant le directeur que devant la Commission constituent donc une faute grave, indépendante des fausses signatures qui sont à l'origine de la présente affaire.

c) La sanction

Le procureur de M. Harrison a plaidé que, dans l'hypothèse où la Commission en viendrait à la conclusion que son client a fait un faux, ce qu'il conteste devrait à tout le moins réviser la sanction énorme et disproportionnée que constitue la radiation.

Le rôle de la Commission en matière d'inscription consiste à s'assurer que les personnes inscrites présentent la probité voulue pour assurer la protection des épargnants. Compte tenu de ce rôle, elle doit déterminer une sanction qui ait pour effet non seulement de punir les manquements passés, mais aussi de prévenir les manquements éventuels.

Compte tenu de la gravité de l'acte reproché, l'apposition de signatures fausses sur des formulaires, la Commission estime que la radiation s'impose.

De surcroît, abstraction faite de ces signatures fausses, les fausses déclarations faites dans ses rapports avec la Commission, en particulier lors de son interrogation sous serment au cours de l'audience, justifieraient à elles la radiation.

La décision

Vu qu'il a été établi que M. Harrison a apposé des fausses signatures sur des formulaires et que, de surcroît, il a fait des fausses déclarations à l'occasion de l'audience en révision, la Commission maintient la décision n° 89-E-1590 du directeur de l'Encadrement du marché, rendue le 28 juillet 1989, retirant les droits conférés à M. Gilles Richard Harrison par la décision n° 86-B-746.

Lévesque Beaubien Geoffrion Inc.

L'objet de l'audience[1]

Le 13 février 1990, la Commission a convoqué à une audience la société Lévesque Beaubien Geoffrion Inc. (ci-après Lévesque, ou le courtier), inscrite à titre de courtier de plein exercice.

Le courtier devait venir exposer les motifs de sa recommandation du 15 décembre 1989 à ses clients détenteurs de débentures sans intérêt, série A, de la société Paul Martin Inc. (ci-après Paul Martin Inc. ou l'émetteur) ainsi que décrire les circonstances entourant l'exercice du droit de vote lors de l'assemblée convoquée par l'émetteur pour le 27 décembre 1989. L'avis de convocation de la Commission précisait que, le cas échéant, celle-ci déciderait des mesures à prendre en vertu des articles 152 et 273 de la Loi.

1° M[e] Paul Fortugno, c.r., MM. Roland Côté,f.c.a, Gérard M. Beaulieu, Michel Le Rouzès, c.a. et Marcellin Tremblay – Décision n° 90-C-0076, le 13 mars 1990

L'audience publique, tenue le 22 février 1990, portait essentiellement sur le rôle qu'a joué Lévesque dans le projet de restructuration de la société Paul Martin Inc.

Question préliminaire

MM. Denis Patenaude et Yvan Latouche ont demandé, le premier à titre de détenteur de débentures et le second à titre de représentant d'un détenteur, d'intervenir dans l'audience. Après avoir entendu les observations du procureur de la société et du procureur de la Direction des affaires juridiques, la Commission a décidé d'accéder à ces demandes en se fondant sur la notion d'intérêt développée dans la décision Canadian Tire (décision n° 8093, 31 mars 1987) et reprise dans l'affaire Institut Mérieux (décision n° 88-C-0357, 10 juin 1988).

Les faits

Les faits en litige couvrent principalement la période des mois de novembre et décembre 1989. Pour faciliter la compréhension du présent dossier, il convient cependant de faire un bref rappel de la chronologie des événements antérieurs à cette période. La société Paul Martin Inc. a été constituée le 7 mai 1969 par lettres patentes aux termes de la Loi sur les compagnies du Québec (pièce P-2). L'émetteur, par l'intermédiaire de ses divisions et filiales, exerçait essentiellement au début ses activités dans deux secteurs, soit à titre d'entrepreneur en construction et de distributeur grossiste de matériaux de construction, et plus récemment, dans le secteur de la propriété immobilière. Au cours de l'année 1986, la société Paul Martin Inc. complétait son premier appel public à l'épargne et ses actions ordinaires furent inscrites à la cote de la Bourse de Montréal.

Un deuxième appel public à l'épargne a été effectué par la société Paul Martin Inc. en décembre 1988. Le placement comportait un maximum de 6 502 500 $ pour 2 890 000 actions ordinaires à 2,25 $ et de 18 280 000 $ de valeur nominale pour des débentures sans intérêt, série A, échéant le 30 décembre 1993. Ces dernières ont été vendues à 465 $ pour chaque tranche de 1 000 $ de valeur nominale, soit un produit brut de 8 500 200 $, ce qui représente un rendement à échéance de 15,9 %. Les deux émissions furent entièrement souscrites par le public, rapportant un produit brut total de 15 002 700 $ et un produit net à l'émetteur de 13 302 484 $. De ce montant, 11 000 000 $ devait servir à souscrire des actions de Gestion Manoir St-Sauveur Inc. pour permettre l'acquisition et le financement du projet du complexe hôtelier Manoir St-Sauveur, le solde étant versé au fonds de roulement en vue de réduire les avances bancaires en cours. La société Lévesque Beaubien Geoffrion Inc., à l'époque Lévesque, Beaubien Inc., agissait comme preneur ferme principal pour le placement de l'émission de décembre 1988.

L'investissement de l'émetteur dans le secteur de l'immobilier ne s'est pas avéré profitable. Dès le premier trimestre 1989, l'augmentation des charges d'exploitation a eu pour effet de diminuer le bénéfice d'une manière substantielle. Pour la période de trois mois terminée le 31 mars, le bénéfice net est passé de 564 000 $ en 1988 à une perte nette de 997 000 $. Les résultats de l'émetteur ont continué de se détériorer au cours des deux trimestres suivants.

Les états financiers pour la période de neuf mois terminée le 30 septembre 1989 établissaient une perte nette de 21 581 000 $ causée d'une part par la perte d'exploitation de 4 648 000 $ attribuable au secteur immobilier (due principalement à la performance décevante du complexe hôtelier Delta St-Sauveur), et d'autre part par la perte estimée de 17 107 000 $ à l'égard de la cession du secteur immobilier. Ces résultats avaient considérablement affaibli la structure financière de l'émetteur dont l'avoir des actionnaires était passé de 23 979 000 $ au 31 décembre 1988 à 2 425 000 $ au 30 septembre 1989. Par des communiqués de presse, l'émetteur annonçait le 1er décembre 1989 sa décision de se départir de sa division immobilière, et le 8 décembre, ses résultats pour les neuf premiers mois de 1989.

Le rôle de Lévesque Beaubien Geoffrion Inc.

L'examen de la preuve démontre que la société Lévesque Beaubien Geoffrion Inc. a commencé à prendre un rôle plus actif dans la présente affaire à la mi-novembre 1989. À cette époque, Lévesque a obtenu confidentiellement de l'émetteur ses états financiers pour la période de neuf mois terminée le 30 septembre 1989 (pièce I-1). De la mi-novembre au 5 décembre 1989, Lévesque a décidé d'intervenir auprès de l'émetteur afin de trouver une solution visant la restructuration de la société Paul Martin Inc. Selon le témoignage de M. René Jarry, premier vice-président exécutif de la firme, la mise de fonds des détenteurs de débentures était alors en péril et la survie de Paul Martin Inc. était essentielle pour assurer qu'ils puissent recouvrer, au moins en partie, leur capital. Le témoin souligne que Lévesque n'était pas rémunérée pour son travail et n'était nullement tenue d'intervenir dans le dossier.

L'émetteur a annoncé le 5 décembre 1989 (pièce P-12), qu'il tiendrait une assemblée le 27 décembre 1989 dans le but de convertir les débentures en circulation en actions privilégiées et en actions ordinaires de Paul Martin Inc. M. Jarry a témoigné que le courtier n'a pas été averti au préalable et que c'est avec grande surprise qu'il a reçu copie de cet avis de convocation.

Des négociations ont eu lieu entre l'émetteur et Lévesque entre le 5 et le 13 décembre 1989. M. Jarry explique ainsi les problèmes soulevés par ces négociations :

> *« Plusieurs propositions faites par Paul Martin Inc. et ses conseillers ont été jugées inacceptables par Lévesque Beaubien Geoffrion. L'ensemble des négociations avec Monsieur Paul Martin était ponctué de représentations constantes de sa part à l'effet que si une entente n'intervenait pas avant la fin de l'année, il abandonnerait la compagnie. Lévesque Beaubien Geoffrion non seulementn'avait aucune raison de douter du caractère sérieux des représentations de Monsieur Paul Martin à cet égard, mais au contraire avait des motifs très valables d'y croire. » (Voir notes sténographiques, p. 29 et 30)*

Les négociations ont finalement abouti à une entente entre Lévesque et l'émetteur. Ce dernier a alors préparé et expédié un nouvel avis d'assemblée le 13 décembre 1989, accompagné d'une circulaire de renseignements et d'un formulaire de procuration et de trois projets de résolution extraordinaire (les documents ont été produits sous les cotes P-15 à P-20). Selon les termes de l'entente, chaque débenture actuellement émise sera échangée contre 625,2 actions privilégiées ayant une valeur total de 437,64 $ et une débenture ayant une valeur à son émission de 25,63 $ et une valeur nominale à son échéance, le 30 décembre 1993, de 54,70 $.

Un prix de 0,70 $ a été attribué pour l'émission de chaque action privilégiée; ce montant représente la moyenne du cours des actions ordinaires de l'émetteur pendant les trois semaines précédant l'avis du 13 décembre 1989. Les actions privilégiées comportent droit de vote, sont participantes, convertibles et rachetables au gré de l'émetteur.

Le 15 décembre 1989, Lévesque a rédigé une lettre à ses clients porteurs de débentures leur recommandant d'accepter le plan de restructuration (pièce P-22). De l'avis des dirigeants de Lévesque, la restructuration proposée par l'émetteur était essentielle pour normaliser sa situation et l'entente était jugée la plus juste et raisonnable possible. La restructuration évitait un processus de liquidation à la fois long et dispendieux qui ne pouvait garantir aux détenteurs la récupération de leur capital.

Cette lettre fut effectivement mise à la poste le 19 décembre 1989, par courrier régulier, jointe aux autres documents de l'émetteur décrits ci-dessus, en vue de l'assemblée du 27 décembre. L'envoi comprenait également une note (pièce P-21) qui soulignait :

> *« Puisque les délais d'acceptation sont très courts, nous prendrons pour acquis votre acceptation des termes de l'échange à moins que vous nous signifiez votre opposition d'ici le 27 décembre 1989, à 11 : 00. »*

Par ailleurs, le courtier a demandé à ses représentants de communiquer par téléphone avec le plus grand nombre possible de clients, entre le 19 et le 27 décembre 1989, afin de déterminer le nombre de détenteurs opposés à la proposition. Lévesque a été dans l'impossibilité de rejoindre l'ensemble des détenteurs. Dans le but de pallier à cette lacune, Lévesque a décidé de ne pas exercer les droits de vote correspondant à 1 000 000 $ de capital; en outre, elle a exercé les droits de vote correspondant à 280 000 $ de capital, conformément aux instructions reçues de clients ayant manifesté leur volonté de s'opposer à la conversion. Le jour de l'assemblée, le 27 décembre 1989, Lévesque a voté en faveur de la résolution pour le compte de ses clients pour un montant de 9 549 000 $ de capital.

Analyse

1) Le fondement de la recommandation de Lévesque

La preuve démontre que la situation financière de l'émetteur était précaire à la fin de l'année 1989 et que les négociations entre le courtier et l'émetteur ont permis de bonifier l'offre initiale de ce dernier. La proposition du 13 décembre 1989 permettait aux détenteurs de débentures d'obtenir le contrôle de l'émetteur; la participation de son fondateur, M. Paul Martin, dans le capital de la société passait de 59 % à 28 %. De plus Lévesque a obtenu le maintien de la seule garantie tangible des détenteurs de débentures, soit la lettre de garantie bancaire de 1 000 000 $. Me Tremblay, le procureur du courtier, souligne que la participation du courtier était à titre gratuit et que tous les gestes posés l'ont été en fonction d'un seul objectif : laprotection des intérêts des clients porteurs de débentures. Il ajoute que Lévesque n'avait aucune obligation d'intervenir pour négocier la restructuration de l'émetteur.

Me Proulx de la Direction des affaires juridiques est d'accord à l'égard de ce dernier point, mais souligne qu'un courtier qui s'engage dans une telle négociation doit agir dans le meilleur intérêt des détenteurs. Il a argumenté que Lévesque n'était pas un interlocuteur ordinaire et qu'elle était en position de force pour négocier avec l'émetteur. Il trouve curieux que Lévesque puisse imposer ses conditions pour la conversion des débentures mais qu'elle soit dans l'impossibilité d'obtenir une prolongation des délais. Il souligne que

l'information soumise aux détenteurs est insuffisante et qu'on aurait dû obtenir l'approbation du plan de restructuration de la part des créanciers garantis pour s'assurer de la viabilité du projet.

Après avoir révisé l'ensemble des témoignages et des argu-ments, la Commission en arrive à la conclusion que l'intervention de Lévesque était logique dans le présent dossier. Ceci est d'autant plus vrai que Lévesque était le preneur ferme principal lors du placement de décembre 1988.

L'information fournie par Lévesque n'était pas exhaustive mais tout de même adéquate dans les circonstances du présent dossier. Plusieurs propositions ont été étudiées par le courtier et sa recommandation se fonde sur des considérations commerciales sérieuses. Toutefois, la Commission aurait souhaité que le courtier fasse preuve de plus de persévérance auprès de l'émetteur pour obtenir une remise de l'assemblée du 27 décembre 1989.

À première vue, le lien existant entre la Banque Nationale du Canada et Lévesque peut laisser sceptique à l'égard de la neutralité de la recommandation. La Banque Nationale du Canada est à la fois la société mère du courtier et l'un des principaux créanciers garantis de l'émetteur lui-même et du projet de St-Sauveur. La Commission est cependant d'avis que les faits et témoignages présentés dans cette affaire ne permettent pas de soutenir que le courtier ait profité de sa situation privilégiée auprès de l'émetteur dans le but de favoriser sa société mère.

2) L'exercice du droit de vote

L'article 164 de la Loi, qui régit l'exercice du droit de vote par le courtier au nom duquel sont inscrits les titres de son client, dispose :

> *« Le courtier ne peut exercer pour son compte le droit de vote afférent à des titres immatriculés à son nom, sans lui appartenir réellement.*
>
> *Il exécute les instructions écrites du propriétaire au sujet de l'exercice du droit de vote ou de la procuration en vue du vote. »*

L'interprétation naturelle de cet article est que le courtier ne peut exercer le droit de vote afférent aux titres de clients qui sont inscrits à son nom, sinon conformément à des instructions écrites reçues de ses clients. En effet, le mécanisme par lequel les titres sont inscrits au nom du courtier plutôt que du client a été mis en place en vue de faciliter les opérations sur valeurs mobilières, sans rien changer aux droits que possède le titulaire d'un titre, du moins dans ses rapports avec son courtier : l'inscription au nom du courtier ne lui confère aucun droit sur les titres de ses clients et ceux-ci continuent à posséder la totalité de leurs droits sur leurs titres, du moins à l'égard du courtier. Cependant, il s'était développé une pratique selon laquelle certains courtiers exerçaient le droit de vote afférent aux titres de leurs clients, généralement en faveur de la direction de la société, même sans avoir reçu la moindre ins-truction de leurs clients. C'est cette pratique à laquelle le législateur a voulu mettre fin en édictant l'article 164, lors de la refonte de 1982.

Cet article vise à faire en sorte que le droit de vote afférent à des titres ne puisse être exercé que selon la volonté clairement exprimée du titulaire des titres. Dans cette perspective, il devient clair que le deuxième alinéa de cet article exige des instructions écrites pour que le courtier puisse exercer le droit de vote afférent aux titres de ses clients qui sont inscrits à son nom; les instructions écrites constituent en effet le seul moyen efficace pour assurer que le courtier agit dans tous les cas conformément aux instructions de son client. Autrement, il y aurait toujours la possibilité de prétendre agir selon des instructions orales ou mêmes selon une entente tacite.

C'est d'ailleurs ainsi que ce texte a été compris dans la seule étude en droit québécois consacrée à la situation du client d'un courtier dont les titres sont inscrits au nom de ce dernier. Mme le professeur Raymonde Crête, dans son article intitulé « Les droits des propriétaires d'actions inscrites au nom des intermédiaires financiers et des agences de compensation » (63 (1985) R. du B. can. 91), fait la constatation suivante : [...] *les lois provinciales des valeurs mobilières du Québec et de l'Ontario interdisent également l'exercice du droit de vote par les intermédiaires en l'absence des instructions des propriétaires réels* » (p. 122). Cette position a été reprise par l'auteur dans son ouvrage *The Proxy System in Canadian Corporations : A Critical Analysis* (Montréal, Editions Wilson & Lafleur Martel Ltée, 1986), p. 284.

En fait, lors de la refonte de 1982, le législateur a introduit en droit québécois la règle qui avait déjà été édictée dans certaines autres provinces, notamment en Ontario. La disposition correspondante en droit ontarien se trouve à l'article 48 du *Securities Act*, R.S.O. 1980, c. 466 :

> *« (1) **Shares in name of registrant not to be voted.** — Subject to subsection (4), voting securities of an issuer registered in the name of,*
>
> *a) a registrant or in the name of his nominee; or*
>
> [...]
>
> *that are not beneficially owned by the regis-trant* [...] *shall not be voted by the registrant* [...] *at any meeting of security holders of the issuer.*
>
> [...]
>
> *(4) Voting of shares. — A registrant* [...] *shall vote or give a proxy requiring a nominee to vote any voting securities referred to in subsection (1) in accordance with any written instructions received from the beneficial owner. »*

L'article de la loi ontarienne procède de la même façon que l'article 164 de notre Loi : il commence par une interdiction pour le courtier d'exercer le droit de vote afférent aux titres de clients qui sont inscrits à son nom, puis il édicte une obligation d'exercer le droit de vote conformément aux instructions écrites du client. Ces deux règles cumulées font que le courtier ne peut exercer le droit de vote afférent à de tels titres que dans la mesure où il a reçu du véritable titulaire des titres des instructions écrites. Voici comment Victor Alboini, dans son traité *Securities Law and Practice* (Toronto, Carswell, 1984, p. 12-24), décrit cette règle :

> *« A registrant is prohibited from voting securities registered in his name unless he receives written voting instructions from the beneficial owner. If the beneficial owner chooses not to respond to the registrant who has forwarded the material to him, the registrant may not vote the securities. »*

S'il y avait le moindre doute sur la portée des dispositions des lois québécoise et ontarienne, l'Instruction générale n° C - 41, concernant les communications avec les actionnaires, vient confirmer l'interpréta-tion que nous avons dégagée en ces termes :

> *« Partie V*
>
> *III - Vote*
>
> *1. Instructions particulières*
>
> *L'intermédiaire doit exercer le droit de vote afférent à des titres qui ne lui appartiennent pas conformément aux instructions écrites particulières qu'il a reçues du porteur non inscrit pour le compte de qui il détient ces titres.*
>
> *2. Interdiction d'exercer le droit de vote dans les autres cas*
>
> *Sauf dans la mesure prévue par la présente instruction générale ou, dans le cas d'un intermédiaire, selon les dispositions d'une entente écrite valide, la chambre de compensation ou l'intermédiaire ne peut exercer le droit de vote afférent à des titres qui ne lui appartiennent pas. »*

De cet extrait de l'Instruction générale n° C - 41, il ressort que le courtier est soumis à une interdiction d'exercer le droit de vote afférent à des titres qui ne lui appartiennent pas à moins qu'il ne possède des instructions écrites reçues du client à qui appartiennent les titres. Il convient de rappeler que cette règle a été adoptée par toutes les autorités canadiennes en valeurs mobilières, abstraction faite de ce qu'elles ont ou non dans leur législation une disposition correspondante à l'article 164 de notre Loi. Cette règle est donc uniformément appliquée dans toutes les provinces.

Sans doute pourrait-on opposer que l'Instruction générale n° C - 41 est inapplicable en l'espèce, dans la mesure où les débentures ne font pas partie des titres visés par ce texte (voir le Rapport du Comité de mise en application et de surveillance concernant l'Instruction générale n° C - 41, Bulletin du 23 septembre 1988, p. 3 : *« Les autorités en valeurs mobilières ont avisé le Comité qu'à l'heure actuelle, l'Instruction générale ne s'applique pas [...] à l'envoi des documents reliés aux procurations aux porteurs non inscrits de titres, lorsque le droit de vote se fonde sur un acte instrumentaire plutôt que sur le droit des valeurs mobilières ou sur le droit des sociétés, par exemple dans le cas de débentures »).* Cependant, cela n'empêche aucunement d'avoir recours à ce texte pour tenter de mieux saisir une question d'interprétation de la Loi et pour établir quelles sont les pratiques normalement suivies par les professionnels.

Le procureur du courtier donne une tout autre interprétation de l'article 164 de la Loi, dans lequel il ne voit qu'une obligation, imposée au courtier, de respecter les instructions écrites de son client, sans qu'il lui soit interdit d'obtenir des instructions de ses clients par d'autres moyens; il ajoute que le mécanisme mis en place par le courtier, à savoir que le silence du client jusqu'à une date donnée sera réputé valoir instructions de voter en faveur de la résolution concernant la conversion, est parfaitement correct du point de vue du droit commun des obligations.

Cette interprétation ne peut être acceptée, dans la mesure où elle méconnaît la portée véritable de ce texte, qui consiste à assurer le respect de la volonté du titulaire des titres en imposant au courtier l'obligation d'obtenir de lui des instructions écrites avant d'exercer le droit de vote. Abstraction faite du caractère licite ou non du mécanisme mis en place par le courtier pour recueillir l'intention de ses clients au regard des règles du droit commun, l'article 164, qui impose les instructions écrites, a pour effet d'exclure tout autre mécanisme. D'ailleurs, si l'on adopte la position de l'avocat du courtier, on se trouve à réduire le second alinéa à un truisme: le mandataire est tenu d'exécuter les instructions écrites de son client; on voit mal quel besoin il y aurait d'édicter un tel principe dans la Loi sur les valeurs mobilières, d'autant que cette formulation laisserait entendre que le mandataire n'est pas tenu d'exécuter des instructions verbales.

Dans la présente affaire, le courtier était donc tenu d'obtenir des instructions écrites de ses clients s'il voulait exercer le droit de vote afférent à leurs titres qui se trouvaient inscrits à son nom. S'il jugeait que d'autres moyens étaient mieux appropriés à sauvegarder les intérêts de ses clients dans les circonstances, rien ne l'empêchait de s'adresser à la Commission pour

demander, en vertu de l'article 263 de la Loi, une dispense de l'obligation d'obtenir des instructions écrites. En imposant de son propre chef la règle selon laquelle le silence valait instructions de voter en faveur de la conversion, non seulement il mettait de côté la règle établie par la Loi qui aurait exigé qu'il obitenne des instructions écrites de ses clients, mais en outre il se trouvait à se donner à lui-même des instructions dans des cas où des clients ne donnaient aucune manifestation de leur volonté.

De plus, le courtier n'a pas procédé à une consignation et à une compilation méticuleuses des démarches effectuées auprès des clients et de l'intention manifestée par ceux-ci. Des témoignages, il ressort qu'on n'est pas en mesure d'établir exactement quels clients ont été rejoints et quels clients ne l'ont pas été; on a pris soin, cependant, de consigner méthodiquement seulement les instructions de ceux qui s'opposaient à la conversion. Au terme des démarches auprès des clients, comme on ne pouvait compiler des résultats précis, on a procédé à une extrapolation du genre de celle qu'on effectue pour établir les résultats d'un sondage à partir d'un échantillon.

De la façon dont les choses ont été décrites dans les témoignages, on peut tirer les constatations suivantes : les votes des clients qui ont été rejoints et qui s'opposaient à la conversion ont été exercés conformément aux instructions reçues, de même, les votes des clients qui ont été rejoints et qui favorisaient la conversion ont été exercés conformément aux instructions reçues, mais les votes d'une proportion non négligeable de clients (qu'on n'arrive pas à établir avec précision, vu qu'on n'a pas procédé à une compilation minutieuse des démarches faites auprès des clients et des instructions reçues) ont été exercés sans qu'on soit même entré en contact avec eux. On fait grand état de ce qu'on s'est abstenu d'exercer les votes correspondant à une somme d'un million de valeur nominale, pour tenir compte de l'opposition possible à la conversion chez les clients non rejoints, mais on se trouve du même coup à avouer candidement qu'on a exercé des votes correspondant à une somme beaucoup plus élevée encore sans avoir reçu les moindres instructions des propriétaires des titres.

L'avocat du courtier a invoqué la gestion d'affaires pour soutenir que le courtier, dans les circonstances, était justifié d'agir de sa propre initiative pour le compte de ses clients. Peut-être ne faut-il pas exclure absolument que, dans des circonstances très particulières, un courtier soit justifié d'agir de sa propre initiative pour le compte de clients isolés sans avoir obtenu d'eux des instructions écrites. Il n'est cependant pas acceptable qu'un courtier, dans des circonstances certes urgentes, mais d'une urgence à laquelle on est normalement amené à faire face de temps à autre dans le commerce des valeurs mobilières, adopte pour principe à l'égard d'un nombre important de clients qu'il est libre d'agir de sa propre initiative et de voter selon son appréciation des intérêts de ses clients, alors qu'il n'a pas pris de mesures adéquates pour recueillir les instructions de ses clients, si ce n'est le mécanisme des instructions données par le silence du client.

Le courtier a donc manqué à ses obligations en exerçant le droit de vote sans avoir des instructions écrites de ses clients à qui appartenaient les titres; il a également manqué à ses obligations en exerçant le droit de vote sans avoir obtenu les moindres instructions de certains porteurs, même sous forme verbale. Enfin, le courtier a procédé à l'ensemble de l'opération avec un manque de rigueur et de soin, qui fait qu'on ne possède pas de registres ou de notes permettant de vérifier les opérations. Or, lorsqu'il s'agit du droit de vote, il est essentiel que le courtier agisse selon une procédure méthodique, qui rende possible une vérification ultérieure en cas de contestation.

Cette exigence revêt une nécessité encore plus grande dans un cas où, en raison des relations entre le courtier et la banque qui en est la société mère, des observateurs extérieurs peuvent craindre que le courtier ne fasse prévaloir les intérêts de la banque sur ceux de ses clients. Dans la présente affaire, nous en sommes venus à la conclusion que rien ne justifie de croire que le courtier ait effectivement fait prévaloir les intérêts de la banque sur ceux de ses clients; cependant, nous estimons qu'il était téméraire de la part du courtier d'exercer le droit de vote comme il l'a fait, sans consigner minutieusement les instructions reçues et même sans avoir reçu d'instructions pour un nombre important de clients.

La Commission estime que l'étude du présent dossier démontre l'utilité de rappeler que le processus de décloisonnement des institutions financières obligera les courtiers ou les conseillers en valeurs reliés à une institution financière à adopter une attitude de prudence et de transparence à l'égard de l'ensemble de leurs activités.

Décision

La Commission est d'avis que la recommandation du courtier à ses clients concernant le projet de conversion des débentures pouvait raisonnablement s'appuyer sur des raisons d'ordre commercial et rien n'établit qu'on puisse lui reprocher d'avoir fait prévaloir les intérêts de la Banque Nationale du Canada au détriment des détenteurs de débentures de série A de la société Paul Martin Inc.

Par contre, la Commission juge que le courtier a manqué à ses obligations en exerçant le droit de vote sans avoir obtenu d'instructions écrites de ses clients à qui appartiennent les titres, ainsi qu'en exerçant le droit de vote sans avoir obtenu d'instructions de certains clients, même sous forme verbale. Conséquemment, en vertu des pouvoirs conférés par l'article 273 de la Loi, la Commission prononce un blâme contre la société Lévesque Beaubien Geoffrion Inc.

Annexe IV

Statistiques sur l'activité des services de la Commission

1. Direction de l'information

Tableau I
Service de l'appel public à l'épargne

	Mars 1990	Mars 1989
Demandes de visas de prospectus	1 808*	520
Modifications de prospectus	124	154
Demandes de dispenses de prospectus	1 375	1 855
Offres publiques	172	236
Autres travaux	525	516

* Ce nombre comprend les 1 224 prospectus des caisses populaires et d'économie Desjardins pour le placement de parts permanentes.

Tableau II
Service de l'information continue

	Mars 1990	Mars 1989
Émetteurs assujettis	3 732	2 223
Rapports annuels	1 478	1 428
États financiers annuels	1 880	1 989
États financiers trimestriels	4 633	4 401
Circulaires de sollicitations de procurations	1 147	1 153
Dispenses des obligations d'information périodique	171	283
Déclarations d'initiés	19 927	18 749
Divers		
• Nouveaux émetteurs	1 450	208
• Faits importants	24 000	22 000
• Interdictions	41	5
• Renseignements	3 000	2 800
• Autres	193	209

2. Direction de l'encadrement du marché

Tableau III
Dirigeants agréés par la Commission

Catégories	Mars 1990	Mars 1989	Agréments	Cessations de fonctions
Courtiers en valeurs				
• de plein exercice	2 847	2 543	597	293
• d'exercice restreint exécutants	31	27	6	2
spécialisés en épargne collective	324	234	123	33
spécialisés en contrats d'investissement	87	70	19	2
spécialisés en épargne collective et en contrats d'investissement	63	65	26	28
spécialisés en plans de bourses d'études	34	28	6	0
autres	192	198	36	42
	3 578	3 165	813	400
Conseillers en valeurs				
• de plein exercice	510	438	110	38
• d'exercice restreint	25	24	5	4
	535	462	115	42
Total	**4 113**	**3 627**	**928**	**442**

Tableau IV
Représentants inscrits auprès de la Commission[4]

Catégories	Mars 1990	Mars 1989	Inscriptions	Radiations
Courtiers en valeurs				
• de plein exercice	3 403	3 391	346	496
• d'exercice restreint exécutants	58	60	14	17
spécialisés en épargne collective	2 784	2 341	875	333
spécialisés en contrats d'investissement	126	122	52	40
spécialisés en épargne collective et en contrats d'investissement	298	361	90	174
spécialisés en plans de bourses d'études	237	184	159	135
émetteurs-placeurs	63	48	18	14
parts permanentes	1 776	—	1 780	—
autres	162	150	2	24
	8 907	6 657	3 360	1 233
Conseillers en valeurs				
• de plein exercice	282	240	57	31
• d'exercice restreint	18	18	2	0
	300	258	59	31
Total	**9 207**	**6 915**	**3 419**	**1 264**

4 Ces données sont établies en fonction de la catégorie d'inscription du courtier ou du conseiller et ne tiennent pas compte des représentants dont les droits sont suspendus.

Tableau V

3. Direction des affaires juridiques

	Mars 1990	Mars 1989
Enquêtes		
sur ordonnance de la Commission	23	35
sans ordonnance de la Commission	184	176
Vérifications		
d'ordre général[1]	195	160
sur l'information privilégiée[2]	71	108
Affaires pénales		
Plaintes déposées[3]	150	151
Jugements	93	70
Consultations		
Enquêtes et vérifications	220	171
Audiences	162	146
Analyses de dossiers	452	410

1 Les vérifications d'ordre général sont effectuées par écrit d'une plainte ou d'une demande d'information.

2 Une analyse des opérations est faite de façon systématique lorsque les titres d'un émetteur assujetti au Québec font l'objet d'une offre publique ou lorsqu'un émetteur Québécois annonce par voie de communiqué de presse une nouvelle importante pouvant influencer le cours de ses titres.

3 Il s'agit du nombre de chefs d'accusation contenus dans les plaintes.

Tableau VI

4. Service des communications

Demandes de renseignements	Mars 1990	Mars 1989
Demandes téléphoniques	10 350	9 738
Demandes écrites	181	122
Demandes de publication	1 662	1 566
Demandes à l'occasion de salons et d'expositions	10 107	11 661

5. Décisions de la Commission

	Mars 1990	Mars 1989
Nombre de décisions	423	617

Tableau VII

Courtiers et conseillers en valeurs inscrits auprès de la Commission

Catégorie	Mars 1990[1]	Mars 1989
Courtiers		
• de plein exercice	64	70
• d'exercice restreint	3	3
exécutants spécialisés en épargne collective	43	37
exécutants spécialisés en contrats d'investissement	23	19
exécutants spécialisés en épargne collective et en contrats d'investissement	35	35
exécutants spécialisés en plans de bourses d'études	4	4
négociateurs autonomes	41	22
émetteurs-placeurs	17	16
autres[2]	15	15
	245	221
Conseillers en valeurs		
• de plein exercice[3]	72	65
• d'exercice restreint	10	9
	82	74
Total	327	295

1 Au 31 mars 1990, les droits de cinq courtiers de plein exercice, d'un en épargne collective, de six en contrats d'investissement, de trois en épargne collective et en contrats d'investissement, de deux émetteurs-placeurs et de deux autres courtiers sont suspendus.

2 Au 31 mars 1990, cette catégorie comprend notamment deux banques et sept sociétés de fiducie.

3 Au 31 mars 1990, cinq de ces conseillers exercent également l'activité de conseiller en épargne collective.

Commission des
valeurs mobilières
du Québec

Imprimé sur papier
contenant 50% de fibres recyclées
dont 5% désencrées

ISBN 2-551-14511-2

9 782551 145119 90000

Imprimé au Québec (Canada)